

La Bourse des Valeurs DE PARIS pendant la Guerre (1914-1920)

THÈSE pour le DOCTORAT
(ès sciences politiques et économiques)

*L'acte publié sur les matières ci-après
sera soutenu le Jeudi 26 Mai 1921, à 2 heures*

par

M. Marcel BOURBEAU

Président : M. Ch. RIST, Professeur

Suffragants { *M. Albert WAHL, Professeur*
 { *M. GERMÀIN-MARTIN, Chargé de Cours*

PARIS

LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE
Ancienne Librairie Chevalier-Maresq et C^e et ancienne Librairie F. Pichon réunies
F. Pichon et Durand-Auzias, Administrateurs
LIBRAIRIE DU CONSEIL D'ÉTAT ET DE LA SOCIÉTÉ DE LÉGISLATION COMPARÉE
20, Rue Soufflot (5^e arr.)

1921

**La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les
thèses ; ces opinions doivent être considérées
comme propres à leurs auteurs.**

La Bourse des Valeurs

DE PARIS

pendant la Guerre (1914-1920)

La Bourse des Valeurs DE PARIS pendant la Guerre (1914-1920)

THÈSE pour le DOCTORAT
(ès sciences politiques et économiques)

*L'acte publié sur les matières ci-après
sera soutenu le Jeudi 26 Mai 1921, à 2 heures*

par

M. Marcel BOURBEAU



Président : M. Ch. RIST, Professeur

Suffrageants { *M. Albert WAHL, Professeur*
M. GERMAIN-MARTIN, Chargé de Cours

PARIS

LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE
Ancienne Librairie Chevalier-Maresq et C^{ie} et ancienne Librairie F. Pichon réunies

F. Pichon et Durand-Auzias, Administrateurs

LIBRAIRIE DU CONSEIL D'ÉTAT ET DE LA SOCIÉTÉ DE LÉGISLATION COMPARÉE
20, Rue Soufflot (5^e arr.)

—
1921



Digitized by the Internet Archive
in 2026

PLAN DE L'OUVRAGE

	Pages
AVANT-PROPOS.....	15

PREMIERE PARTIE

LA BOURSE DE PARIS DE JUILLET A SEPTEMBRE 1914

CHAPITRE PREMIER. — <i>Le marché des valeurs mobilières</i>	23
La situation du marché en juillet 1914 ; Sa tenue jusqu'à sa fermeture (3 septembre).	23
Les ajournements de la liquidation (29 juillet-24 août) ; Le décret du 27 septembre 1914.	34
Questions soulevées par l'application du décret du 27 septembre 1914.....	46
Du caractère légal de l'accord conclu en novembre 1914 entre la Banque de France et les Agents de change	63
CHAPITRE II. — <i>Le marché des changes</i>	67

	Pages
CHAPITRE III. — <i>Considérations générales sur les difficultés du marché de Paris au début de la guerre</i>	81

DEUXIEME PARTIE

DE LA REOUVERTURE DU MARCHÉ AU COMPTANT (DECEMBRE 1914) A LA LIQUIDATION DU 30 SEPTEMBRE 1915

CHAPITRE PREMIER. — <i>Le marché des valeurs mobilières</i>	95
Nécessité de rouvrir la Bourse de Paris ; La réouverture du marché au comptant (7 décembre 1914) ; Restriction et surveillance du marché ; Loi du 4 avril 1915 protégeant les porteurs de valeurs mobilières déposés pour faits de guerre ; Les titres de rente française perdus ou volés.....	95
Comparaison des cours des principales valeurs en juin-juillet 1914 et à mi-septembre 1915.	113
Le décret du 15 septembre 1915 et la liquidation du 30.....	128
Questions soulevées par l'application du décret du 15 septembre 1915 ; Arrêt du Conseil d'Etat du 7 mai 1920	139

CHAPITRE II. — <i>Le marché des changes</i>	Pages 153
CHAPITRE III. — <i>La fin des « jours noirs » ; Le premier emprunt de la Défense nationale</i>	159

TROISIEME PARTIE

DE L'ANNEE 1916 A LA REOUVERTURE DU MARCHÉ A TERME (2 JANVIER 1920) ET A L'ABROGATION DU MORATORIUM DES OPERATIONS DE BOURSE (1^{er} AVRIL 1920)

CHAPITRE PREMIER. — <i>Le marché des valeurs mobilières</i>	167
Législation relative aux valeurs mobilières et réglementation du marché.....	167
La réouverture du marché à terme (2 janvier 1920) ; L'abrogation du moratorium des opérations de Bourse (1 ^{er} avril 1920).....	192
Les affaires, les émissions et les introductions.	196
Les emprunts nationaux 1916, 1917 et 1918 ; Le marché des rentes.....	226
Cours des principales valeurs de 1913 à 1919 et comparaison d'après la méthode des « Index Numbers ».....	246

	Pages
La question des fonds russes.....	320
CHAPITRE II. — <i>Le marché des changes</i>	329
Les changes de 1916 à 1919.....	329
Influence du change sur le cours des valeurs libellées payables en monnaie autre que la monnaie nationale.....	339
Les ventes de titres à Londres et sur les places neutres	342
Les prêts de titres à l'Etat français.....	344

APPENDICE

LA REORGANISATION DU MARCHÉ DE PARIS	357
--------------------------------------	-----

INDEX

DES DOCUMENTS CONSULTÉS

OUVRAGES DE DOCUMENTATION GENERALE

Cours d'économie politique de CHARLES GIDE ; Larose et Tenin, édit.

Traité de la science des finances, t. II, de PAUL LEROY-BEAULIEU ; édit. 1912, Librairie Félix Alcan.

Traité des opérations de Bourse et de change, ALP. COURTOIS et EMM. VIDAL, édit. 1904 ; Librairie Garnier frères.

Dictionnaire pratique des opérations de Bourse et de Banque, J.-E. FAVRE, 24, rue Feydeau, Paris.

Les finances de la France sous la III^e République, LÉON SAY ; 4 vol., 1898, 1899, 1900, 1901 ; Calmann-Lévy, édit.

L'art de placer et gérer sa fortune, P. LEROY-BEAULIEU ; Libr. Charles Delagrave, édit. 1908 et édit. 1920.

Les reports en Bourse, R. DUFOURMANTELLE, 1919 ; Librairie Giard et Brière.

Le cours de M. Rist de 1916-1917 à la Faculté de droit de Paris.
— *Les grands marchés financiers et le mécanisme de l'épargne.*

La population, le budget, la fortune et la dette publique de la France avant la guerre, 1917, par RAOUL PÉRET ; Librairie Félix Alcan.

Code financier, 1920, ANDRÉ NEUBURGER ; Librairie du Recueil Sirey, Paris.

OUVRAGES DE DOCUMENTATION SPECIALE

Les finances au service du pays, 1917, études publiées sous la direction de JULIEN HAYEM ; Librairie de la Soc. du Recueil Sirey.

Nos finances pendant la guerre, 1915, GEORGES LACHAPELLE ; Librairie Arm. Colin.

Les « jours noirs » à la Bourse de Paris (24 juillet-7 décembre 1914), 1919, EMM. VIDAL ; Librairie Auguste Picard, Paris.

Annuaire 1915-1917 des Valeurs admises à la cote officielle de la Bourse de Paris, publié par la Chambre syndicale des agents de change ; 2 vol.

Les consultations de M^{es} Albert Salle, Boivin-Champeaux, Charles Lyon-Caen, Gontard, relatives aux diverses questions soulevées par l'application des décrets du 27 septembre 1914 et du 14 septembre 1915 ; Brochure publiée par la Compagnie des agents de change de Paris, 1917.

La Bourse de Paris après la guerre, 1919, GEORGES MANCHEZ ; Librairie Ch. Delagrave.

La Bourse et la guerre, 1919, G. BRÉGAND ; Brochure publiée par « Le répertoire financier », 17, r. Saint-Marc, Paris.

L'organisation du Crédit en Allemagne et en France, 1915,
ANDRÉ LIESSE ; Librairie Berger-Levrault.

Répertoire Ousset, répertoire général alphabétique des valeurs
cotées en France, édit 1920 ; Librairie Berger-Levrault.

Annuaire Desfossés 1920 ; Librairie de la Cote Desfossés.

QUOTIDIENS ET PERIODIQUES

Journal officiel ; *Cotes des agents de change et des Syndicats* ;
Cote de la Bourse et de la Banque (cote Vidal, actuelle-
ment ancienne cote Vidal) ; *Cote de la Banque et de la*
Bourse (cote Desfossés) ; *L'Information* ; *Les semaines*
financières du lundi du « Temps » et des « Débats » ;
La Vie Financière ; *Le Messenger de Paris*.

L'Economiste français ; *L'Economiste européen* ; *Le Rentier* ;
Le Pour et le Contre ; *Le Moniteur des intérêts matériels* ;
L'Illustration économique et financière ; *La Situation éco-*
nomique et financière ; *La Revue économique et finan-*
cière.

AVANT-PROPOS

L'étude que nous avons entreprise est un côté de l'histoire financière de la France, qui, pour être complète, exigerait également l'examen de la gestion des finances publiques, du mouvement de la fortune privée, du rôle joué par les établissements de crédit et les banques d'affaires, par la Banque de France, par la monnaie métallique et la monnaie fiduciaire.

A vrai dire, pour beaucoup, l'histoire de la Bourse de Paris pendant la guerre, peut sembler à leurs yeux de peu d'importance, n'être que de la « petite histoire ». Les discussions qui se sont engagées à ce sujet tendent à faire prévaloir cette opinion que la Bourse est un organisme dont on pourrait à la rigueur se passer, que les grands magasins financiers suffisent à tout ; qu'en particulier, à l'heure actuelle, les opérations de crédit se font par leur intermédiaire.

C'est la conséquence d'une erreur de pédagogie. Car il est un point sur lequel la majeure partie des ouvrages d'enseignement insiste peu ou prou et qui cependant est essentiel. Ils enseignent bien que la Bourse des valeurs est le lieu où s'assemblent les intermédiaires, remisiers, banquiers et capitalistes pour négocier des titres et, dans un certain coin, des devises ; que ces négociations se font au comptant et à terme avec le minimum de formalités ; que cette facilité de mutation s'appelle, en langage

financier, mobilisation. Ils dépeignent le fonctionnement et le mécanisme des reports, montrent leur rôle économique en précisant qu'ils constituent l'intermédiaire entre le marché de l'épargne à court terme et le marché de l'épargne à long terme, en facilitant le classement des émissions flottantes ; mais, aucun de ceux que nous avons eus entre les mains n'attire l'attention sur cette fonction cependant primordiale que le marché financier est ou devrait être également *un des trois organes principaux de réalisation des ressources* dont les deux autres sont les banques de dépôts et d'affaires et les banques d'émission. En d'autres termes, ils considèrent la Bourse comme étant *un déversoir pour titres*, mais non comme devant être également *un réservoir de capitaux*. Ils n'ont pas envisagé ce point de solidarité et pourtant, c'est à ce trait fondamental, que les ventes répondent sur les Bourses de valeur à des besoins d'argent, que celles-ci se distinguent économiquement des bourses de commerce proprement dites.

Ce point est, pour notre étude, important à mettre en relief, puisque celle-ci commence et s'achève à l'aurore de deux crises de resserrement monétaire, provoquées, la première par un conflit politique, la seconde par un arrêt mondial des affaires consécutif aux abus de la guerre, et qu'il ne semble pas qu'à ces deux reprises le marché financier ait répondu aux services qu'on pouvait en attendre. Or, pour servir, en quelque sorte, d'éponge, de pompe aspirante, il lui faut une organisation *ad hoc* qui satisfasse à tous les besoins de négociations de titres, principalement aux ventes de l'industrie et du commerce lorsqu'ils ont besoin de

disponibilités. Une Trésorerie indépendante des banques dispensatrices de capitaux est pour cela nécessaire. Dans le secteur des valeurs mobilières, les banques sont bien de puissants organismes de placement, elles ne se sont pas révélées jusqu'à présent comme organismes d'absorption ; elles considèrent que leur responsabilité se limite au classement des emprunts et qu'elles n'ont pas à assurer la mobilisation des nouveaux titres. Et, il semble bien qu'il n'y ait guère à compter sur un changement de directive, car elles retirent de leur concours dans les émissions de plus substantiels bénéfices. A telle fin, que lorsque le fait d'une reprise s'est produit en 1915 à propos des obligations Pensylvania et Chicago Milwaukee, le Rapport du Crédit Lyonnais l'a considéré comme digne de remarque : « Pour la première fois, s'écriait-il, nous proposons un rachat à notre clientèle ».

Pour alimenter le marché financier, deux éléments sont indispensables : des capitaux d'une part, de la matière spéculative de l'autre.

A l'heure actuelle, si nos grandes valeurs internationales de spéculation ont presque toutes disparues du marché officiel, il ne semble pas qu'il soit impossible d'en faire naître d'autres. On pourrait vraisemblablement créer sur le marché officiel, avec l'Astra Romana et la Steaua Romana, par exemple, et d'autres encore, un groupe qui ferait le pendant de la Mexican Eagle et de la Shell Transport en coulisse. Il peut être également possible d'internationaliser, avec certaines garanties, quelques-unes de nos grandes entreprises nationales, comme les plus importants de nos charbonnages du Nord lorsqu'ils auront adopté la forme

de société anonyme et réadapté leur capital social à la valeur réelle de leur actif.

Du côté des capitaux, qui sont en quelque sorte la matière synoviale du marché financier (1), la question est beaucoup plus difficile à résoudre : il faut non seulement un réservoir adapté, avec une certaine marge, à l'importance des négociations, mais encore un réservoir indépendant. Ce qui n'exclut d'ailleurs pas l'entr'aide avec les organismes d'à-côté. Car, qui ne voit le danger qu'il y a à créer chaque jour de nouvelles valeurs mobilières, s'il n'existe qu'en quantité insuffisante l'aliment capable d'en faciliter les transactions. Et, si la mobilisation de la fortune mobilière est un problème de plus en plus ardu, quel soufflet pour ceux qui poursuivent le louable but de mobiliser la richesse foncière. Bien plus, en reculant de proche en proche le point de départ de cette mobilisation, quel argument sérieux en faveur de la doctrine de ceux qui voient dans le capital la cause efficiente de tous nos maux.

L'expérience de ces derniers mois a malheureusement démontré que les événements de 1914 ont été de nul effet : le marché financier s'est révélé encore une fois au-dessous de sa tâche.

Il faut non seulement faire dériver une partie des capitaux vers la Bourse, il faut encore que ceux-ci

(1) On voudra bien nous excuser de cette expression empruntée à l'anatomie des vertébrés. De même que l'insuffisance de synovie est aussi nuisible au bon fonctionnement des articulations que sa trop grande abondance, de même l'absence de capitaux entraîne le dépérissement d'un marché financier, et sa trop grande abondance la spéculation irraisonnée suivie de ses chocs en retour.

n'aient pas partie liée avec les organismes de crédit. L'utilité économique du marché financier devant surtout apparaître en temps de crise, il est de toute évidence que ce n'est pas au moment même où les Banques sont assaillies de tous côtés qu'elles peuvent intervenir auprès d'une corporation dont elles ne sont ni les associées, ni les tutrices. Quant à la Banque de France, elle ne saurait être la Providence de tous les organismes en mal d'argent ; on doit reconnaître que, pour ne pas encombrer le marché, elle n'a pas craint depuis le conflit de 1914 de charger son service d'avances d'une masse de titres, sans doute un peu trop uniformes, et que, si le besoin s'en faisait sentir, la réalisation de son gage serait plutôt malaisée. A ce point de vue, elle demanderait donc au contraire à être ménagée.

Puisque par définition même, il ne saurait être question de prendre les intermédiaires de Bourse comme pourvoyeurs d'une Trésorerie, à moins de changer dans ses fondements l'organisation du marché de Paris et d'adopter un système analogue à celui du Stock Exchange, il reste à trouver des capitaux indépendants qui seraient exclusivement consacrés à la souplesse du marché et non point à se tourner vers ceux qui proviennent de l'excédent *temporairement disponible* du fonds de roulement des grandes entreprises (1). C'est ainsi que la Trésorerie pourrait être

(1) Celles-ci (Compagnies de chemins de fer, d'assurances, banques, etc.), alimentaient, avant la guerre, assez régulièrement le marché. Mais ces placements étaient essentiellement précaires, soumis à toutes les variations des différents facteurs économiques. Et puis, par le brusque

fournie par des Maisons spéciales, ayant un capital affecté à cet effet, et une organisation adéquate dont M. M. Kellersohn a fixé les bases et dont nous avons reproduit les traits essentiels dans la dernière partie de notre étude.

On pourrait peut-être encore y drainer une partie des capitaux d'épargne, en modifiant les règles tutélaires des sociétés qui les gèrent. Ce sont des capitaux moins remuants, moins impressionnables, mais qui, en raison du respect dont ils sont entourés, demandent à être protégés des atteintes des financiers aventureux ou peu scrupuleux dont l'espèce, quoique peu prolifique, ne disparaîtra jamais.

★
★ ★

La teneur de ces quelques lignes ne doit pas persuader les rares personnes qui les liront que nous avons voulu entreprendre la présomptueuse tâche de critiquer les décisions prises par notre état-major financier au cours des cinq années de guerre. Le but que nous nous sommes fixés est beaucoup plus modeste. Nous n'avons eu d'autre dessein que de passer en revue les faits principaux qui constituent l'histoire de la Bourse de Paris pendant la guerre, tant dans le domaine financier, qu'au point de vue législatif ou jurisprudentiel. Nous avons pour celui-ci, peu important,

retrait des disponibilités qu'elle mettait à la disposition du marché, la haute banque se livrait de temps à autre à l'opération classique du « secouer la cote ».

C'est une des raisons qui ont fait dire que la Bourse n'est pas un organe indépendant.

adopté des caractères typographiques dits italiques. Pour ne rien laisser à notre imagination personnelle, nous avons multiplié les citations et n'avons pas craint d'indiquer les sources auxquelles nous avons puisé.

Il aurait été peu adroit de terminer notre étude avec la date de la cessation des hostilités. Les effets directs de la guerre lui ont survécu. Nous nous sommes arrêtés au début de l'année 1920 qui consacre la fin des mesures moratoires et restrictives du marché et qui, dans son ensemble, marque le point à partir duquel la finance et le commerce durent travailler sur de nouvelles bases. Notre étude comprendra ainsi trois parties : la première, de juillet à septembre 1914, consacrée aux « jours noirs » ; la seconde, de la réouverture du marché au comptant à la liquidation du 30 septembre 1915, qui marque la remise en état du marché ; la troisième, de l'année 1916 à la réouverture du marché à terme en janvier 1920, qui est, pour la Bourse, une période étale. Chacune de ces parties a un court chapitre réservé au marché des changes. Enfin, en appendice, quelques pages consacrées aux projets de réorganisation du marché.

★
★ ★

Ce travail n'est certes pas parfait. Nous redoutons bien des critiques et demandons seulement à nos Maîtres, à qui nous avons l'honneur de le présenter et à ceux qui voudront bien le lire, de ne pas nous refuser le témoignage de l'avoir écrit avec conscience.

Paris, 15 décembre 1920.

PREMIÈRE PARTIE

LA BOURSE DE PARIS DE JUILLET A SEPTEMBRE 1914

CHAPITRE PREMIER

Le Marché des Valeurs mobilières

LA SITUATION DU MARCHÉ EN JUILLET 1914

SA TENUE JUSQU'À SA FERMETURE

(3 SEPTEMBRE) (1)

Depuis que l'épargne a pris l'habitude de plus en plus grande de se diriger vers les valeurs mobilières et que ce mode de placement est devenu une des formes normales de la gestion de la fortune de chacun, le passage des titres de l'émetteur à l'acheteur définitif, le classement, s'opère beaucoup plus directement et rapidement. L'achat au comptant a pris dans les Bourses une place de plus

(1) Pour cette période, consulter la très intéressante brochure de M. Em. Vidal, *les Jours noirs à la Bourse de Paris*.

en plus considérable et a diminué le rôle de la spéculation. Si on ajoute à cela que les Sociétés de crédit s'occupent, depuis plusieurs lustres déjà, de la gestion des capitaux d'épargne de leurs déposants et écoulent des titres de toutes provenances, soit par la vente directe au guichet, soit en participant aux émissions publiques, soit en exécutant des ordres d'achat et de vente sans passer par le marché de la Bourse, on s'explique les plaintes exprimées bien avant la guerre sur l'anémie des Bourses de valeurs mobilières. Les placements de titres et arbitrages sur valeurs, très profitables aux Etablissements de crédit, ont été grandement facilités par le nombre considérable de leurs succursales ou agences. En effet, à la fin de 1913, la Société Générale possédait à elle seule à Paris, en province, dans les colonies et à l'étranger un réseau de 1108 agences, sans compter les Banques affiliées qu'elle avait créées en Belgique (Société française de Banque et de Dépôts à Bruxelles, Anvers et Ostende) et en Suisse (Société suisse de Banque et de Dépôts à Lausanne, Genève, Bruxelles et Berlin). A la même époque, le Crédit Lyonnais avait établi 415 agences et sous-agences et le Comptoir National d'Escompte de Paris, 395 (1).

(1) Quelques années avant la guerre, pour mettre fin dans une certaine mesure à cette concurrence, il a été convenu que chaque charge d'agent de change recevrait, à l'occasion des émissions ou placements faits par les Sociétés de crédit à leurs guichets, un certain nombre de titres pour répondre aux demandes de sa clientèle. Par contre, les agents de change bonifient aux Sociétés de crédit, sur les ordres apportés par elles, 25 % du courtage. De plus, pour simplifier l'exécution des ordres de Bourse, les compensations entre ventes et achats de titres de même nature se font par simple application authentiquée par remise de bordereaux d'agent, sans dispensation du paiement des courtages pour ces applications. Les intermédiaires légaux de la Bourse bénéficient donc pour partie d'une restitution, doublée d'une simplification d'écritures

Il en résulte que la signification des mouvements de Bourse n'a plus la même portée qu'autrefois. Aujourd'hui, ils ne dépendent que dans une mesure restreinte — presque complètement nulle pendant la guerre d'ailleurs — des spéculateurs eux-mêmes. Jadis, au contraire, lorsqu'une fluctuation assez forte se produisait, soit dans le sens de la hausse, soit dans le sens de la baisse, on lui attribuait une signification assez précise en raison de la réputation qu'avaient les boursiers d'être gens bien informés. A l'heure actuelle, les cours se ressentent beaucoup moins de l'impulsion donnée par quelques dirigeants du marché sur son orientation que de l'attitude des déposants des banques eux-mêmes et de la facilité plus ou moins grande avec laquelle celles-ci ouvrent des crédits. Bien plus, en raison de l'importance des valeurs détenues en portefeuille, de l'énorme quantité de capitaux qui, en période normale, cherche à s'employer et des interprétations diverses données sur les événements nationaux ou internationaux par chacun des individus composant la masse des capitalistes, ces fluctuations n'acquièrent une certaine ampleur que lorsque la gravité des événements ne peut donner lieu à aucun doute ou lorsque la haute finance abandonne le marché à lui-même ou bien pèse de tout son poids dans un sens ou dans un autre (1).

C'est ce qui s'est produit à deux reprises rapprochées

apportée par la centralisation des ordres ; mais ce compromis n'influe en rien sur l'activité du marché.

A la Bourse de Paris, le montant des titres admis à la cote officielle s'élevait, au 31 décembre 1913, en capital nominal, à frs 148.255.000.000, se décomposant comme suit : 66.810.000.000 pour les valeurs françaises et 81.445.000.000 pour les valeurs étrangères.

(1) Cette dernière hypothèse s'est produite en mai-juin 1920.

de nous, en 1911, au moment de l'affaire d'Agadir, et en juillet 1914, pendant le prélude de la Grande Guerre. A vrai dire, le mouvement de baisse des valeurs mobilières avait commencé à se manifester depuis un certain nombre d'années. Contrairement aux prévisions de quelques économistes, de M. Leroy-Beaulieu notamment, le taux de l'intérêt n'avait cessé de s'élever depuis 1900, ce qui naturellement avait entraîné une baisse des valeurs déjà émises. Ce mouvement s'était même accentué depuis le commencement de la guerre balkanique, au mois d'octobre 1912. Enfin, les événements qui, en juillet 1914, annoncèrent la guerre, trouvèrent la Bourse en mauvaises dispositions. En raison de nos difficultés politiques intérieures, de la situation budgétaire considérée comme très obscure par tous les financiers, des âpres discussions à l'occasion de la mise en vigueur de la loi relative à l'impôt sur le revenu, des armements de l'Allemagne à laquelle on avait répondu en France par le vote de la loi militaire de 3 ans, de l'ajournement en décembre 1913 d'un projet d'emprunt de 1300 millions auquel il venait d'être insuffisamment remédié par un emprunt de 805 millions en rentes 3 1/2 % amortissables dont les arrérages étaient soumis à l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières, le marché des valeurs avait assez vilaine posture (1).

(1) La loi portant fixation du budget général des dépenses et des recettes de l'exercice 1914 est du 15 juillet 1914. Le total des dépenses prévues était de 6.037 millions et les recettes étaient évaluées à 4.781 millions, soit une insuffisance de 1.256 millions. Cette même loi introduisait en France l'impôt personnel, global et progressif sur le revenu. La loi sur le recrutement de l'armée rétablissant la durée du service militaire à trois ans est du 7 août 1913. Le projet de loi ayant pour objet l'émission de rentes 3 1/2 % amortissables en vue de subve-

Ci-après, pour donner une idée de ce tassement général et continu, nous avons dressé le tableau des cours des principales valeurs qui étaient avant la guerre, soit au parquet, soit en banque, l'objet de négociations nombreuses. Nous donnons les cours de ces valeurs en janvier 1912. Les dispositions d'alors n'étaient pas mauvaises, l'affaire d'Agadir avait reçu une solution jugée généralement satisfaisante en Allemagne, et, en France, on ne prévoyait pas encore la guerre des Balkans (1). Si la spéculation n'avait devant elle que des conditions assez troubles en raison des difficultés entre l'Italie et la Turquie et d'un certain courant d'agitation en Macédoine et en Chine, l'épargne, véritable régulatrice du marché, pouvait mettre à profit cette période de calme. La comparaison sera donnée avec les cours de fin juin 1914 avant les craintes de guerre, puis du 31 juillet quand la guerre apparaissait comme très probable. Enfin, par anticipation, nous avons ajouté les cours pratiqués pendant le mois de novembre 1914, soit aux Bourses provinciales quand elles y ont eu des cours, soit à Londres quand il s'y en trouve un en coulisse. A cette époque, se discutait la question de la réouverture de la Bourse de Paris, fermée le 3 septembre, ainsi que nous le verrons plus loin.

nir aux dépenses extraordinaires de la défense nationale et aux dépenses d'occupation du Maroc fut voté par les Chambres les 19 et 20 juin 1914.

Il faut citer également la loi du 29 mars 1914 établissant de nouveaux impôts sur les valeurs mobilières.

(1) Ces dispositions favorables n'étaient pas particulières à la Bourse de Paris ; Berlin n'échappait pas non plus à cet optimisme. (Voir *l'Economiste français*, n° du 10 février 1912 : « L'Allemagne en 1911 », par A. Raffalovitch.)

VALEURS	Cours de compen- sation du 31 Janvier 1912 (Terme)	Cours de compen- sation du 30 Juin ou du 45 Juil. 1914 (1) (Terme)	Cours au 31 Juil. 1914 ou derniers cours connus à cette date (Comptant)	Cours aux Bourses de province ou à Londres en Novembre 1914
Rente 3 % perpétuelle..	95 05	83 05	78 »	75 »
— 3 % amortiss....	95 40	87 »	83 50	76 »
— 3 1/2 % amortiss.	»	91 »	85 60	82 50
Anglais 2 1/2.....	77 15	75 20	74 80	68 50
Argentin 5 % 1909	519 »	502 »	485 »	»
— 4 1/2 % 1911..	96 40	89 40	86 »	80 »
Autriche 4 % or	97 80	85 »	79 90	»
Belge 3 % 1873-1909...	88 85	76 50	76 15	»
Brésil 4 1/2 % 1888....	98 20	85 80	87 20	»
— 4 % 1889	88 20	72 20	71 25	»
Bulgarie 5 % 1896....	508 »	488 »	467 »	400 »
Egypte unifiée 4 %....	102 50	100 50	93 »	84 50
Espagne extérieure 4 % coup. 960 pes.....	95 20	87 70	85 »	80 50
Italien 3 1/2.....	99 10	94 75	92 65	»
Russe 4 % 1867-1869...	96 »	90 25	83 10	74 »
— 5 % 1906.....	106 »	102 50	94 75	88 50
— 4 1/2 % 1909....	101 »	98 60	89 75	77 25
Serbie 4 % 1895.....	88 45	76 50	72 »	65 »
Ottoman 4 % unifié...	92 »	81 10	76 »	55 »
Actions Est.....	948 »	895 »	830 »	»
— P.-L.-M.....	1.250 »	1.235 »	1.190 »	1.080 »
— Midi.....	1.090 »	1.110 »	1.000 »	915 »
— Nord.....	1.665 »	1.725 »	1.530 »	1.395 »
— Orléans.....	1.305 »	1.300 »	1.220 »	1.115 »
— Ouest.....	934 »	875 »	847 »	»
— Bône-Guelma..	662 »	656 »	590 »	»
— Est algérien...	680 »	631 »	570 »	»
— Ouest algérien.	640 »	631 »	600 »	»
— Nord Espagne.	442 »	433 »	350 »	321 »
— Saragosse.....	436 »	430 »	355 »	322 »
Banque de France.....	4.200 »	4.575 »	4.400 »	4.250 »
Banque de l'Algérie...	2.540 »	2.825 »	2.740 »	2.400 »
Banque de Paris et des Pays-Bas.....	1.784 »	1.385 »	1.150 »	1.000 »
Compagnie algérienne...	1.326 »	1.260 »	1.150 »	»
Comptoir national d'es- compte.....	952 »	1.015 »	898 »	700 »
Crédit foncier de France	790 »	890 »	849 »	»
Crédit lyonnais.....	1.533 »	1.555 »	1 330 »	1.000 »

(1) Suivant que les valeurs avaient une ou deux liquidations men-
suelles.

VALEURS	Cours de compen- sation du 34 Janvier 1912 (Terme)	Cours de compen- sation du 30 Juin ou du 15 Juil. 1914 (Terme)	Cours au 34 Juil. 1914 ou derniers cours connus à cette date (Complant)	Cours aux Bourses de province ou à Londres en Novembre 1914
Crédit mobilier français	686 »	492 »	411 »	»
Société générale.....	820 »	755 »	665 »	515 »
Union parisienne.....	1.230 »	780 »	665 »	»
Omnibus.....	721 »	520 »	490 »	»
C ^{ie} générale française de tramways.....	553 »	485 »	469 »	»
Aguilas.....	97 »	106 »	90 »	»
Boléo.....	747 »	668 »	530 »	»
Suez.....	6.185 »	4.840 »	4.300 »	4.000 »
C ^{ie} parisienne de distri- bution d'électricité....	424 »	511 »	490 »	»
Electricité de Paris.....	603 »	600 »	550 »	»
Electricité et gaz du Nord	410 »	345 »	323 »	»
Penarroya.....	1.188 »	1.385 »	1.325 »	»
Gafsa, act. de 500 frs...	3.645 »	»	»	»
Gafsa, act. de 100 frs...	»	870 »	700 »	»
Rente foncière.....	735 »	540 »	475 »	»
Usines de Briansk.....	512 »	390 »	299 »	290 »
Makewka (privil.).....	255 »	104 »	55 »	»
Rio-Tinto.....	1.730 »	1.720 »	1.415 »	1.275 »
Sosnowice.....	1.575 »	1.310 »	1.170 »	»
Azote (Norvégienne de l')	260 »	278 »	261 »	230 »
Tabacs ottomans.....	368 »	395 »	330 »	250 »
Oblig. Est anc.....	416 »	426 50	390 »	380 »
— Lyon, fus. anc...	413 »	404 75	402 50	379 »
— Lyon fus. nouv...	415 »	407 75	404 »	372 »
— Midi anc.....	412 »	416 75	407 »	384 »
— Nord anc.....	417 »	423 75	400 »	380 »
— Orléans anc.....	416 »	417 »	395 »	390 »
— Ouest anc.....	415 »	417 50	401 »	380 »
— Nord de l'Espagne (1 ^{re} hyp.).....	367 »	360 »	345 »	315 »
— Saragosse (1 ^{re} hyp.)	367 »	355 »	392 »	310 »
— Santa-Fé 4 1/2...	499 »	431 »	425 »	»
Bakou (Naphte de).....	1.110 »	1.665 »	1.520 »	»
Malacca Ruber, ord....	310 »	102 »	81 »	75 (1)
De Beers, ord.....	507 »	414 »	365 »	225 (2)
Phosphates tunisiens....	479 »	386 »	340 »	»
Tharsis.....	144 »	158 »	141 »	»
Spas-ky Copper.....	88 »	66 »	64 »	50 (3)
Utah Copper.....	290 »	291 »	252 »	»
Toula.....	743 »	1.000 »	815 »	»

(1) A Londres, 3 £.

(2) A Londres, 8 £ 1/8.

(3) A Londres, 2 £.

Outre le tassement persistant de la cote, ce tableau montre l'importance des pertes déjà subies avant la guerre, en période de stabilité des prix, par les porteurs de titres, et permet de se rendre compte que la dépression assez notable des cours depuis la veille de la guerre pouvait rendre épineuse la liquidation des opérations échéant fin juillet et dont la prorogation, comme il le sera exposé, avait été décidée.

Il n'y a pas lieu de s'étonner de ces fluctuations. En effet, lorsqu'une guerre est menaçante et surtout lorsqu'elle éclate, les capitalistes se préoccupent naturellement des conséquences qu'elle peut avoir sur le crédit des Etats et des pertes qu'elle est susceptible de faire subir aux entreprises privées. Il faut toutefois remarquer que les conséquences financières des conflits armés sont, par suite des attributions de plus en plus grandissantes des Etats, beaucoup plus appréciables sur ces derniers que sur les entreprises privées qui sont très inégalement éprouvées par la guerre et dont certaines peuvent même y trouver largement leur compte. Bien plus, le commerce international se rattachant par des liens intimes à la finance internationale, la guerre européenne a eu, dès ses débuts, une répercussion en nombre de pays, même non belligérants, même très éloignés du théâtre des hostilités. C'est ainsi que toutes les républiques de l'Amérique du Sud ont été atteintes à des degrés divers et ont dû prendre des mesures financières appropriées. Le crédit des Etats subit donc une dépréciation dépendant du resserrement monétaire consécutif à la rupture ou aux difficultés des relations ou engagements internationaux.

En juin-juillet 1914, en dehors des événements extérieurs, deux facteurs influèrent en France sur la situation du marché des capitaux. En premier lieu, à l'approche de l'emprunt français en rentes 3 1/2 % amortissables, dont l'émission pour un capital effectif de 805 millions devait avoir lieu le 7 juillet au prix de 91 francs pour 3 fr. 50 de rente, les disponibilités s'étaient réservées et les taux de report pour la liquidation de fin juin avaient atteint une moyenne de 3 3/4 % au parquet et de 5 % en banque (1). En second lieu, le vote définitif de l'impôt sur le revenu par le Sénat avait produit un découragement profond.

De plus, on parlait toujours de syndicats d'émission constitués d'ancienne date et non encore liquidés. Diverses maisons émettrices paraissaient encore conserver des soldes importants de valeurs introduites sur le marché à des cours de 25,30 ou 50 % excédant la valeur raisonnable. Ces vieux soldes, qui ne trouvaient pas preneurs, pesaient sur certains compartiments du marché, notamment sur ceux des valeurs électriques, des valeurs de traction, sur certains titres divers et, par répercussion, sur la tenue même des valeurs de banque. Ces excès à la hausse sur des « valeurs en vedette » placées pendant les abusives « campagnes spéculatives d'été » engorgeaient le marché. Enfin, l'emprunt 3 1/2 souscrit en nombre rond quarante fois, soit pour une trentaine de milliards, restait à passer des mains des grandes banques et des spéculateurs à celles de l'épargne.

Malgré cela, la tournure prise par les événements n'a, à proprement parlé, occasionné aucune panique sur

(1) Soit environ 1 % au-dessus du taux normal.

le marché. Il faut simplement noter la rareté des cours cotés et la fragilité du marché en banque dont les transactions à terme avaient été arrêtées le lundi 27 juillet et celles du comptant le 31, jusqu'à nouvel ordre. La réouverture de ce marché n'eut lieu que le 17 août 1914. D'ailleurs, dès le 29 juillet, le syndicat des Banquiers en valeurs au comptant avait fait publier l'avis suivant :

« En conformité des articles 15 des statuts et 23 du règlement, la Chambre syndicale, dans sa séance de ce jour, a décidé qu'à partir du 30 juillet courant, il ne sera enregistré des cours que pour les opérations en titres livrables au plus tard le surlendemain du jour de la négociation.

La non-livraison dans ce délai entraînera une pénalité qui sera fixée par la Chambre syndicale ».

Nous croyons intéressant de donner ci-dessous l'ampleur du marché aux derniers jours de la paix et dans les premiers jours de la guerre.

Jadis, sur 1330 valeurs de la « Cote officielle », on inscrivait environ 4000 cours, et sur 900 valeurs en banque, on notait 1900 cotations. Or, les mardi 28 juillet, mercredi 29 et jeudi 30 on releva respectivement au marché officiel 64, 56 et 38 valeurs cotées à terme. Au comptant, les transactions furent un peu plus nombreuses. Le vendredi 31 juillet, le marché officiel, qui fonctionne seul, enregistre 36 cours à terme et quelques affaires au comptant.

Samedi 1^{er} août, aucun cours coté.

Lundi 3 août, deux cours à terme et onze au comptant.

Mercredi 5 août, à terme le 3 % perpétuel, au comptant 80 valeurs.

Jeudi 6 août, on enregistre 130 valeurs cotées.

Le 13 août, on tombe à 83. Le mercredi 19, le nombre des valeurs cotées est remonté à 99, dont 9 à terme. Le jeudi 20 août, il y eut 106 valeurs cotées, dont 13 à terme. Les cours sont sensiblement égaux à ceux de la semaine précédente. Enfin, le jeudi 27 août, il n'y a plus que 59 valeurs cotées. Le résultat malheureux de la grande bataille de Charleroi (commencée le 21 août) qui se livrait sur toute l'étendue de la frontière du Nord et de l'Est avait amené la raréfaction des négociations déjà restreintes. Enfin, le mardi 1^{er} septembre, il ne figure plus à la cote que 34 valeurs.

Pour finir, le 3 septembre, en pleine retraite de la Marne, intervient une ordonnance du Préfet de Police, dont voici le texte, fermant la Bourse des valeurs de Paris :

« Nous, Préfet de Police, vu :

1° Le décret du 2 août 1914, déclarant l'état de siège;

2° La délégation du Gouverneur militaire en date du 3 août ;

3° La loi du 5 août maintenant l'état de siège ;

4° L'ordonnance de police du 29 mars 1862, modifiée par celle du 15 mai 1892 ;

5° Les lois des 23 décembre 1904 et 13 juillet 1905, ordonnons ce qui suit :

ARTICLE PREMIER. — La Bourse des valeurs est et restera fermée jusqu'à nouvel ordre.

ART. 2. — Le commissaire de police près le Palais de la Bourse, le directeur de la police municipale et les agents sous leurs ordres seront chargés, chacun en ce qui le concerne, d'en assurer l'exécution. »

LES AJOURNEMENTS DE LA LIQUIDATION

(29 JUILLET-24 AOÛT)

LE DÉCRET DU 27 SEPTEMBRE 1914.

Il convient maintenant de jeter un coup d'œil en arrière et d'examiner dans quelles circonstances intervint la décision du 29 juillet 1914 de la Compagnie des agents de change de proroger la liquidation des opérations à terme de fin juillet 1914 au 31 août suivant.

Dès le 24 juillet, les établissements de crédit avaient été assaillis par les déposants qui venaient retirer leurs fonds ; de même, les capitalistes qui avaient fait des placements en reports avertissaient les agents de change qu'ils désiraient être remboursés en liquidation du 31 juillet. Fort heureusement le marché de Paris était moins engagé à ce moment-là qu'il ne l'avait été à d'autres époques ; il y avait 600 millions d'engagements au plus, dont 400 millions en valeurs reportées, alors qu'au moment de l'affaire d'Agadir (juillet 1911) 1600 millions étaient engagés (1).

Le syndic des agents de change, M. Rochet, qui s'était

(1) Chiffres extraits du discours de M. Ribot, ministre des finances, à la Chambre des députés, séance du 23 septembre 1915. (*Journ. officiel* du 24, page 1469.) Dans l'exposé des motifs du projet de loi sur les douzièmes provisoires pour 1915 (Voir le *Temps* du 19 décembre 1914 ou l'*Economiste français* du 26 décembre 1914), M. Ribot avait fixé les chiffres des capitaux engagés en reports à la Bourse de Paris à 500 millions au parquet et à 150 ou 160 millions sur le marché libre.

Ce sont ces engagements qui forment ce qu'on appelle la position ou situation de place. On dit que la position de place est mauvaise, qu'elle provoque la baisse, que la place est chargée quand, en raison de la hausse provoquée par la spéculation qui opère toujours dans le même sens, le capitaliste n'achète plus et que des réalisations sont nécessaires.

mis en rapport avec le président de la coulisse, se préoccupait des conditions de la liquidation. Le 29 juillet 1914, le ministre des Finances, M. Noulens, réunit dans son cabinet les représentants des grandes sociétés financières et le syndic des agents de change. La Banque de France qui avait atteint la veille son maximum d'émission des Billets (6.800 millions), soucieuse de préserver notre trésor de guerre, refusait des avances ; les établissements de crédit ne trouvant plus à la Banque les facilités d'escompte qui eussent permis le remboursement des dépôts étaient dans l'impossibilité de prêter au marché un concours indispensable. La nécessité commandait de prendre des mesures provisoires et rapides : d'où le principe du moratorium des dépôts dans les Banques et les Sociétés de crédit, de la prorogation des échéances des valeurs négociables et de l'ajournement de la liquidation, qui équivalait au double moratorium des sommes dues par les acheteurs et des capitaux reporteurs (1).

Nous n'avons à nous occuper que de la liquidation.

(1) C'est ici que se place le point le plus critique et le plus obscur de la crise. Les événements furent si précipités qu'il est difficile de se rendre compte de la part de responsabilité prise par les diverses corporations financières. Chacune d'elles tend à en rejeter le poids sur les voisines.

Un fait est certain, c'est que l'ajournement de la liquidation a précipité de deux jours les autres mesures financières et qu'il fut le point de départ de mesures plus étendues pour toutes autres causes en faveur des débiteurs.

La version que nous donnons des événements est celle exposée dans la consultation de M^e Albert Salle, pour le compte de la Compagnie des Agents de change. Le rôle qu'il attribue à la Banque de France dans la limitation de ses escomptes ne paraît pas fondé si l'on en juge par la circulaire n^o 879 du 29 juillet 1914, adressée par cet établissement à tous ses comptoirs. Elle débute par ces mots : « Nous vous informons que vous êtes autorisé à accepter à l'escompte le papier *non bancable* qui

En présence des reporteurs décidés à retirer leur argent, les acheteurs étaient exposés aux pires catastrophes. Comment obliger les reporteurs à laisser leurs fonds ? Comment permettre aux acheteurs de ne pas se liquider ou de ne pas lever les titres ? On eut recours à un expédient. Les agents de change prirent la décision de modifier leur règlement relatif aux liquidations et complétèrent l'art. 63 du règlement particulier par le paragraphe suivant :

« Les liquidations prévues par le présent article pourront être prorogées, en cas de circonstances exceptionnelles, soit pour une partie seulement des valeurs, soit pour leur totalité. Les prorogations feront l'objet de décisions spéciales de la

vous serait présenté par..... » (Suit le nom d'un grand établissement financier).

Il y avait là une dérogation formelle aux statuts fondamentaux de la Banque.

La situation de nos quatre grands établissements de crédit (Crédit lyonnais, Société générale, Comptoir national d'escompte, Crédit industriel et commercial) se présentait comme suit au 30 juin 1914 :

ACTIF		PASSIF	
(En millions de francs)		(En millions de francs)	
Encaisse	616,7	Dépôts et bons à vue....	2.210,5
Portefeuille commercial...	3.541,4	Comptes cour ^{ts} créditeurs	3.243,5
Reports	155,4	Bons à échéances.....	528,6
Comptes cour ^{ts} débiteurs.	1.841,5	Acceptations	297,4
Avances sur titres.....	925 »	Capital (versé).....	800 »
Portefeuille titres.....	79,2	Réserves.....	362,6
Participations financières..	74,2	Autres chapitres.....	417,8
Avances sur marchandises	»		
Autres chapitres.....	627,3		7.860,7
	7.860,7	Avals ou endos en circu-	
		lation (Société Générale)	295 »

(*L'Organisation du crédit en France et en Allemagne*, André Liesse, page 158.)

Pour la Banque de France, voir ci-dessous, page 317.

Compagnie des Agents de change qui devront être homologuées par le ministre des Finances. »

Assurément, le procédé n'était pas régulier. Les agents de change ne pouvaient ni modifier l'échéance des contrats, ni s'abstenir de prendre livraison par eux-mêmes, faute par les acheteurs de lever les titres, et le ministre, qui a le droit d'homologuer, sans doute, les règlements des agents de change sur des points spécifiés à l'art. 82 du décret du 7 octobre 1890, n'avait point pouvoir d'homologuer une telle décision qui ne rentrait pas dans les cas prévus. Néanmoins, cette modification ayant été approuvée par le ministre des Finances le 29 juillet 1914, la Compagnie des agents de change fit publier le même jour l'avis suivant :

« Par application d'une décision de la Compagnie des Agents de change, homologuée par M. le ministre des Finances le 29 juillet 1914, toutes les opérations à terme (affaires et reports), faites à l'échéance du 31 juillet présent mois, sont reportées au 31 août » (1).

Le lendemain, 30 juillet, tous les agents de change écrivirent à leurs clients pour les prévenir de l'ajournement.

Quant aux coulissiers que la décision homologuée ne concernait pas, ils se prévalurent eux aussi de l'assentiment ministériel et ajournèrent la liquidation de juillet. Il n'y eut point de report des positions de juillet à août, point d'établissement de compte de liquidation faisant

(1) Ce terme « reportées » est inexact. En bourse, le report suppose une contre-opération au cours de compensation et une opération nouvelle à l'échéance suivante.

ressortir les différences à payer et à recevoir, les acheteurs fin juillet, les vendeurs fin juillet conservaient leurs positions « en l'air ».

Le 18 août, une seconde décision de la Compagnie des agents de change, approuvée le 24 août, suivie de la même décision des coulissiers, prorogea au 30 septembre la liquidation du 31 juillet ainsi que la liquidation des opérations à terme effectuées depuis le 31 juillet. La fermeture de la Bourse le 3 septembre par ordonnance du Préfet de Police prorogea de fait toutes les opérations en cours et le décret du 27 septembre 1914 en ajourna sans limite l'exécution.

Ce décret, signé par M. Ribot, ministre des Finances, qui avait succédé à M. Noulens, avait été rendu conformément aux pouvoirs que détenait le gouvernement de la loi du 5 août 1914. Il était ainsi conçu (1) :

« Le Président de la République Française.

Vu la loi du 5 août 1914,

Sur le rapport du Président du Conseil, du ministre de la Justice et du ministre des Finances, le Conseil des Ministres entendu,

Décrète :

ARTICLE PREMIER. — Sont provisoirement suspendues toutes demandes en paiement et toutes actions judiciaires relatives aux ventes et achats à terme antérieurs au 4 août 1914, de rentes, fonds d'Etats et autres valeurs mobilières, ainsi qu'aux opérations de report s'y rattachant.

Les sommes dues à raison de ces ventes, achats et reports seront augmentées d'un intérêt moratoire de 5 % par an.

ART. 2. — Le Garde des Sceaux, ministre de la Justice,

(1) *Journal officiel* du 28 septembre 1914.

et le ministre des Finances sont chargés, chacun en ce qui le concerne, de l'exécution du présent décret qui sera publié au *Journal officiel* et inséré au *Bulletin des lois*.

Fait à Bordeaux, le 27 septembre 1914. »

Nous donnons également ci-dessous le texte du rapport précité au Président de la République :

Bordeaux, le 27 septembre 1914.

Monsieur le Président,

La liquidation des engagements à terme n'a pas été effectuée depuis le 15 juillet à la Bourse de Paris. La Bourse elle-même a été fermée le 3 septembre, comme le sont aujourd'hui les Bourses étrangères. La clientèle du marché éprouve d'ailleurs, comme tous les débiteurs, les difficultés générales de paiement inhérentes à la situation actuelle. Il convient donc, pour ménager la possibilité de régler ultérieurement les opérations en suspens, d'accorder des délais aux acheteurs de titres. Par contre, ces acheteurs deviendront débiteurs d'intérêts moratoires qui seront mis à leur charge par les soins et sous la garantie de l'intermédiaire et qui profiteront notamment aux prêteurs dont les fonds ont été employés en reports, sans pouvoir jusqu'à ce jour être dégagés.

Tel est l'objet du décret que nous avons l'honneur de soumettre à votre haute approbation.

Veuillez...

Le Président du Conseil des Ministres :

RENÉ VIVIANI,

Le Garde des Sceaux, ministre de la Justice

ARISTIDE BRIAND,

Le ministre des Finances :

A. RIBOT.

Les Bourses départementales continueront à fonctionner comme par le passé, mais leurs opérations à terme

restèrent en suspens et furent liquidées, plus tard, en même temps que celles de Paris, par les mêmes procédés.

En attendant la réouverture de la Bourse, la Compagnie des agents de change de Paris obtint de la Banque de France, en 1914, une ouverture de crédit n'excédant pas 200 millions pour lui permettre d'offrir aux reporteurs des avances s'élevant à 40 % de leurs fonds employés. Pour réaliser cette avance, la Banque de France exigea la constitution d'un nantissement des valeurs en reports ou vendues et la remise d'effets à trois signatures, dont celle du syndic entraînant la responsabilité solidaire de tous les agents. D'ailleurs, la note officielle s'exprimait ainsi :

« Les avances seront faites contre le dépôt des titres à la Banque avec le consentement du reporteur et sous les signatures personnelles des deux agents responsables de l'opération, ainsi que celle de la Chambre syndicale » (1).

A cela il faut ajouter que la Banque demandait un intérêt de 5 % l'an et que les titres donnés en nantissement fussent de la catégorie de ceux sur lesquels elle est autorisée à faire des avances. Par cette combinaison l'agent de change, considéré comme l'acheteur des titres vendus par les reporteurs, pouvait emprunter, avec l'autorisation de ces reporteurs, à la Banque de France, puis, avec le montant de l'avance, payer un acompte au ven-

(1) Ce terme « avances » est en réalité un terme impropre. Il s'agit là d'un concours donné sous forme « d'escompte » de papier à 90 jours revêtu de trois signatures appuyées par un nantissement de titres. Ce papier pouvait, lors de l'échéance, donner lieu à un renouvellement. L'opération conservait ainsi, vis-à-vis de la Banque, un caractère statutaire conforme aux dispositions de l'article 9 du décret du 16 janvier 1808. Voir page 65.

deur reporteur qui restait créancier de la différence et bénéficiait des 5 % d'intérêt dûs sur sa créance en vertu du décret du 27 septembre 1914 (1).

Quant au marché libre des valeurs, plus atteint par la crise en raison du caractère plus spéculatif des titres négociés par son entremise et l'inégale importance des maisons qui le composent, il ne fut pas admis à bénéficier de cette mesure. De plus, son organisation sous forme de syndicat professionnel ne lui permettait pas un engagement distinct de la personnalité de ses membres.

L'enfantement de cette solution du règlement des opérations échéant fin juillet et des reports fut laborieux. Divers avis furent émis à ce sujet, puis écartés. Certains prétendaient que toutes les opérations à échéance de fin juillet devaient être purement et simplement annulées. Il s'est produit, disait-on, un immense fait imprévu de force majeure, celui de la guerre, qui devrait vicier toutes les opérations non encore réglées et conclues dans l'imprévision de ce fait énorme et profondément perturbateur. Cette opinion radicale qui paraissait simple et, dans une certaine mesure, justifiable, eût conduit aux situations les plus compliquées et les plus injustes. Elle assimilait toutes les opérations à terme à de simples paris ; or, dans des cas nombreux, les opérations à terme sont des opérations très réelles, ayant en vue l'achat effectif et la livraison effective de titres. Puis, les opérations à terme se lient

(1) Un petit nombre de reporters seulement profita de cette combinaison, considérée comme trop compliquée, et le total des avances de la Banque de France ne dépassa pas 16 millions.

Lors de la liquidation du 30 septembre 1915, les titres furent dégagés et l'avance de la Banque de France aux agents de change portée à 250 millions.

fréquemment comme contre-partie totale ou partielle, à des opérations au comptant non seulement en Bourse, mais en immeubles ou en affaires de commerce. Enfin, cette annulation des opérations échéant fin juillet ne réglait aucunement la question des reports. Si l'on annulait les opérations, allait-on annuler les reports et quel règlement aurait-on appliqué aux reporteurs ? Cette solution en apparence si simple, était donc impraticable.

D'autres préconisaient un moyen terme, à savoir : la fixation d'un cours de compensation arbitraire, à mi-chemin de l'écart des cours relativement à ceux du mois précédent (1). Cette solution, qui aurait favorisé les joueurs, aurait été très préjudiciable à ceux qui auraient entendu faire une affaire réelle ; puis, elle serait retombé principalement sur les reporteurs, c'est-à-dire sur des capitalistes sérieux et de bonne foi, faisant des prêts à intérêt très modique. Cette solution devait être aussi écartée (2).

D'autres enfin, voulaient que toutes les opérations fussent maintenues et que la Chambre syndicale des agents de change, en vertu de son privilège et de la solidarité légale établie entre ses membres, fût seule, et sans aide d'aucune sorte, responsable de toutes les défaillances qui auraient pu se produire de la part des acheteurs

(1) Ce n'aurait pas été illégal. Dans les moments de crise exceptionnelle, la chambre syndicale peut prendre l'initiative de fixer, pour tel ou tel titre, un cours de compensation plus ou moins supérieur au cours du jour, afin d'atténuer l'importance des différences (art. 67 du décret du 7 octobre 1890. Consulter *Traité des Opérations de Bourse*, par Courtois et Vidal, éd. 1904, page 101.)

(2) Les opérations à terme faites à la Bourse de commerce de Paris ne présentèrent pas de telles difficultés. L'extrait du règlement du marché de Paris, adopté par les diverses chambres syndicales, avait prévu le cas de mobilisation générale suivie de guerre. Les engagements

à terme fin juillet et que seule elle assurât la restitution des fonds de reports.

Cette opinion, conforme au droit strict, aurait été très rigoureuse, le cas imprévu de force majeure pouvant être invoqué, sinon légalement, du moins moralement. L'application pure et simple de cette solution, juste en droit strict, eût couru le risque de submerger la Chambre syndicale des agents de change sous une masse énorme d'engagements à laquelle elle n'aurait pas pu faire face. Il s'en serait suivi une perturbation profonde, préjudiciable à la fois aux intérêts du public et au crédit de l'Etat. Il fut donc décidé d'imiter, dans une certaine mesure, la conduite du Gouvernement anglais dans un cas analogue à celui de nos reports. La méthode suivie par le Gouvernement britannique fut ainsi exposée dans une correspondance adressée de Londres au *Journal des Débats* du 6 novembre 1914 :

« En vue de l'expiration définitive du moratorium (prolongé deux fois déjà) le 4 novembre, le Gouvernement, d'accord avec la Banque d'Angleterre, vient de prendre les me-

échéant à fin juillet 1914 furent compensés aux cours fixés par les chambres syndicales et ceux échéant postérieurement furent annulés. (*L'Information* du 18 octobre 1914.)

« A la Bourse des valeurs, cette solution ne fut pas envisagée parce que précisément les ventes de titres répondent aux besoins d'argent et qu'on ne peut pas exposer les reporteurs à n'avoir pas leurs fonds.

« L'objection est sérieuse. Maintenant, d'une façon générale, ne vaut-il pas mieux, même pour les reporteurs, que toutes les opérations soient liquidées, sauf à eux à revendre après, au comptant, à tel moment qui leur plaira, que de les exposer à des ajournements successifs et indéfinis? Il y a, à cet égard, une mesure à étudier pour l'avenir, étant bien entendu que tout le monde espère que pareille crise ne se reproduira plus. » (*Cote Desfossés* du 11 mai 1920, article de M. Em. Vidal)

Là apparaît le rôle bien différent de ces deux organismes : le premier répond aux besoins de la production, le second à ceux de la circulation.

sures nécessaires pour venir en aide aux membres du Stock Exchange (Bourse) débiteurs des banques. Ces débiteurs ont fait, en juillet, des emprunts en garantie desquels ils ont déposé des valeurs. En ce moment, il leur est également impossible de rembourser les sommes qu'ils ont empruntées ou de vendre les titres déposés en garantie.

« Il y a deux catégories de banques créancières : celles qui sont en compte avec le Gouvernement et ont reçu de l'Etat certaines facilités et celles qui ne sont pas dans ce cas. Les premières ont consenti à ne pas demander le remboursement de leurs avances et à ne pas exiger de nouvelle couverture pendant l'année suivant la conclusion de la paix. Elles recevront sur leurs avances un intérêt de 1 % au-dessus du taux de la Banque d'Angleterre avec un minimum de 5 %.

« Les autres banques pourront obtenir de la Banque d'Angleterre une avance égale à 60 % des titres qu'elles détiennent en garantie de leurs prêts. Ces avances seront faites moyennant un intérêt semblable à celui que les banques de la première catégorie recevront.

« Il est, de plus, stipulé que la banque créancière et l'emprunteur seront responsables envers la Banque d'Angleterre du remboursement de ces avances. »

De même, on s'est adressé à la Banque de France comme, de l'autre côté du détroit, on s'adressait à la Banque d'Angleterre.

★
★★

Pour se rendre compte des difficultés qu'il y avait à trouver une solution satisfaisante, susceptible de ménager les intérêts divers qui se heurtaient, il ne faut pas perdre de vue que nous vivions sous le régime des moratoria d'août 1914, et que les capitaux de reports indispensables pour la liquidation avaient déjà déserté la Bourse.

En temps ordinaire, lorsque le jour de la liquidation arrive, les spéculateurs, selon la situation de place ou leur intérêt, peuvent opter entre trois solutions :

Les vendeurs peuvent livrer, se liquider ou reporter (l'indemnité payée pour le prêt de titres s'appelle déport) ;

Les acheteurs peuvent lever, se liquider ou se faire reporter (l'indemnité payée pour le prêt d'argent s'appelle report).

Or, généralement, il a plus de vendeurs livrant les titres que d'acheteurs voulant les lever. Alors, interviennent des capitalistes, prêteurs d'argent, désireux de faire un placement temporaire (1), qui lèvent les titres et les revendent immédiatement à l'échéance suivante au cours de compensation auquel s'ajoute le report, prix du service qu'il rend à l'acheteur en lui permettant de prolonger son opération.

Cette opération offre de grandes sécurités au capitaliste reporteur. Non seulement il peut prendre les titres donnés en gage, mais il a la garantie de l'agent de change qui lui-même a celle de la couverture exigée ; il a, de plus, la garantie de la Chambre syndicale des agents de change (2). Pour ce capitaliste, peu importe la fixation du cours

(1) L'intervention d'un tiers n'est pas nécessaire ; il se peut, en effet, que ce soit le vendeur à terme qui se constitue reporteur de son acheteur, c'est aussi souvent le banquier qui est le reporteur de son client. Dans ce cas, le mot report n'est employé que par extension, car le report suppose un intermédiaire, l'agent de change, ou le coulissier, ou le banquier lui-même, lorsqu'il a trouvé sur le marché le tiers reporteur que recherche son client.

Pour l'analyse des différents reports, consulter *les Reports en Bourse*, par R. Dufourmantelle, Libr. Giard et Brière.

(2) M. Eugène Boissière (*La Compagnie des Agents de change de Paris*, p. 317) évaluait, en 1908, l'ensemble des garanties énoncées par le décret du 29 juin 1898 (modifiant l'art. 55 du décret du 7 octobre 1890)

de compensation : il connaît le résultat de son opération au moment même de sa conclusion. Mais, l'incertitude planait, par suite des moratoria, sur la date exacte du remboursement de ses capitaux.

Pour les acheteurs, vendeurs et intermédiaires, la situation, étant donné le moratorium, était toute différente. L'intermédiaire, agent de change ou coulissier, ne pouvait obliger l'acheteur à prendre livraison, et le vendeur ne pouvait contraindre l'intermédiaire à prendre livraison aux lieu et place de l'acheteur. A la différence du capitaliste reporteur, la fixation d'un cours de compensation pour ces trois groupes de personnes était chose fondamentale : ce cours déterminait les différences à payer. Or, les exécutions, toujours par suite des moratoria, étaient suspendues, et les différences dont le règlement incombait aux intermédiaires auraient certainement dépassé les couvertures de 10 à 15 % ordinairement, mais non toujours, exigées et dont beaucoup au surplus étaient constituées en titres dont la négociation à l'époque envisagée était incertaine.

QUESTIONS SOULEVÉES PAR L'APPLICATION DU DÉCRET DU
27 SEPTEMBRE 1914.

Question de la validité de la disposition du décret relative aux intérêts moratoires.

Le 2^o alinéa de l'art. 1^{er} du décret du 27 octobre 1914

à 130 ou 140 millions, savoir : 105 millions pour le prix des charges, 17 millions, 5 pour la valeur des cautionnements, le reste formant le patrimoine de la caisse commune.

disposant que « les sommes dues à raison de ces ventes, achats et reports seront augmentées d'un intérêt moratoire de 5 % l'an » fit l'objet d'un recours en annulation devant le Conseil d'Etat (1).

D'après le recours, rien dans la loi du 5 août 1914, dont l'art. 2 dispose : Pendant la durée de la mobilisation et jusqu'à la cessation des hostilités, le Gouvernement est autorisé à prendre dans l'intérêt général, par décret en Conseil des Ministres, toutes les mesures nécessaires pour faciliter l'exécution ou suspendre les effets des obligations commerciales ou civiles..., ne donnait le droit d'instituer des intérêts moratoires à la charge des acheteurs, d'autant plus que ces intérêts moratoires profitaient non pas à l'intérêt général, mais aux vendeurs à découvert.

De plus, la mesure prise par le Gouvernement était, d'après l'auteur du pourvoi, contraire aux principes fondamentaux du droit français et notamment à l'article 1153 du code civil aux termes duquel les dommages et intérêts

(1) Un autre recours fut également intenté contre le décret de septembre 1915, qui en était la suite nécessaire, par un comité d'acheteurs ayant à sa tête M. L. Gautier. (Voir page 151 l'arrêt du Conseil d'Etat du 7 mai 1920.)

Pour solutionner les difficultés qui pesaient sur le marché à terme des valeurs, M. Gautier avait préalablement proposé la création d'une caisse spéciale qui aurait consenti des avances. Chaque acheteur aurait été mis dans l'obligation de souscrire le vingtième au moins du montant de l'avance qui lui aurait été consentie.

Celle-ci aurait été garantie : par les titres, par la garantie solidaire des agents de change, par le capital et l'actif net de la caisse, éventuellement par l'Etat.

Le remboursement de l'avance n'aurait été exigé qu'à l'expiration de l'année qui aurait suivi le traité de paix, ou que si, avant cette époque, les cours pratiqués sur les titres remis en nantissement avaient dépassé ceux ayant servi de base aux avances ci-dessus prévues.

ne courent qu'à partir de la sommation de payer, excepté dans le cas où la loi les fait courir de plein droit.

A ces objections il était répondu que le Gouvernement ayant le pouvoir de suspendre les effets des obligations, d'en provoquer l'exigibilité, avait, par cela même, celui de prendre les mesures se rattachant à cette suspension, à cette prorogation, que le lien le plus étroit existait entre la prorogation des dettes et la mise d'intérêts moratoires à la charge des débiteurs bénéficiant de délais exceptionnels accordés par décret et que ces deux mesures dépendaient l'une de l'autre comme un effet de sa cause. Elles rentraient donc textuellement dans les limites de la délégation conférée au Gouvernement par l'article 2 de la loi du 5 août 1914.

On faisait remarquer également, pour justifier la solution adoptée par le Gouvernement, que les décrets qui, à l'occasion de la guerre, avaient prorogé les échéances des effets de commerce, celles des prix dûs pour des fournitures faites entre commerçants avant le 4 août 1914, l'époque d'exigibilité des avances, qui avaient dispensé les banques de restituer en partie les sommes à elles déposées et de payer les soldes des comptes-courants, n'avaient pas manqué de faire courir des intérêts moratoires à la charge des débiteurs auxquels des délais avaient été accordés (décret du 29 août 1914, art. 6). Il en était de même des décrets qui avaient dispensé les assureurs de payer pour partie les indemnités d'assurance ou les capitaux assurés et les assurés d'acquitter les primes à leur échéance (décret du 27 septembre 1914, art. 6). Pourquoi en aurait-il été autrement pour les acheteurs à terme de valeurs mobilières bénéficiant de la prorogation de la liquidation de fin juillet 1914 ?

En ce qui concerne les acheteurs à terme, l'iniquité aurait été particulièrement grande. Car, d'après les usages admis dans les bourses françaises, l'acheteur à terme de valeurs mobilières a droit aux revenus des titres à partir du jour de la conclusion du marché. Si les acheteurs à terme pour la liquidation de fin juillet 1914 n'avaient pas été tenus de payer des intérêts à leurs reporteurs ou vendeurs, ils auraient conservé à la fois la jouissance de leurs capitaux et le bénéfice des revenus des titres par eux achetés au delà du terme qui leur avait été accordé.

Il est vrai que beaucoup d'acheteurs à terme ne prennent pas livraison des titres et se liquident avant l'échéance des coupons de ces titres, mais ces acheteurs mêmes profitent de la règle consacrée par les usages. Car, dans le prix des reventes opérées par eux, ils retrouvent la portion acquise des coupons. Chaque jour, le cours, quel qu'il soit, augmente mathématiquement, en effet, de la partie du coupon à payer ultérieurement.

Il ne fallait d'ailleurs pas oublier que l'acheteur à terme dont la position était prorogée, avait en face de lui, la plupart du temps, un reporteur, sorte de prêteur de capitaux, qui s'était vu privé par le moratorium du droit de se les faire rendre à l'époque convenue.

On ajoutait également que l'acheteur était d'autant moins fondé à se plaindre que, par suite des délais qui lui avaient été accordés et qui étaient exclusivement en sa faveur, il échappait aux pertes énormes qui seraient résultées pour lui de l'effondrement des cours, si la liquidation avait eu lieu fin juillet 1914.

M. Ribot, ministre des Finances et signataire du décret du 27 septembre 1914, a défendu de la façon suivante, à la séance de la Chambre des députés du 23 sep-

tembre 1915 (1), à propos d'une interpellation relative au décret du 14 septembre 1915 que nous examinerons plus loin, la solution adoptée par le Gouvernement :

« Vous nous dites que nous avons outrepassé nos droits en stipulant qu'ils (les acheteurs à terme) paieraient des intérêts. Vraiment, nous aurions fait une chose monstrueuse, vous me permettez de le dire, si nous avions ainsi accordé des délais indéfinis aux débiteurs, sans leur imposer des intérêts moratoires. Comment ! le reporteur, dont on n'a pas liquidé la situation, à qui on n'a pas rendu son argent, qui n'avait pas le droit de le réclamer, aurait été privé de son capital pendant un an, deux ans, sans toucher un intérêt quelconque. Il eût été contraire non seulement à toute équité, mais à tout bon sens que celui qui était débiteur, qui ne pouvait pas lever ses titres, mais qui devait les lever, à qui on accordait des délais, ne dût pas payer des intérêts... Nous avons le droit d'imposer ces intérêts, parce qu'étant autorisés par la délégation (2) de la Chambre à accorder des délais, nous avons le droit de déterminer les modalités auxquelles serait subordonnée la concession de ces délais. C'est ce que nous avons fait d'ailleurs par le décret qui a suspendu les échéances commerciales et le paiement des effets commerciaux. »

On faisait remarquer enfin que s'il était exact que les décrets qui avaient accordé à certains locataires d'immeubles des délais pour le paiement de leurs loyers n'avaient pas mis d'intérêts à la charge des locataires, le Gouvernement avait le droit, non l'obligation, en accordant des prorogations, d'imposer des intérêts aux débiteurs. Des motifs d'ordre politique et social qui ne se présen-

(1) *Journal officiel*, 24 septembre 1915, page 1470.

(2) On soutenait que dans la limite de cette délégation le Gouvernement exerçait la plénitude du pouvoir législatif. (Voir page 140).

taient aucunement pour les opérations de bourse et qu'il n'y avait pas à apprécier ici, avaient déterminé le Gouvernement à accorder des délais pour le paiement des loyers sans déclarer ces loyers productifs d'intérêts.

★★

Si nous supposons acquise la validité du § 2 de l'article 1^{er} du décret, d'autres questions se présentaient.

L'acheteur devait-il les intérêts moratoires s'il avait versé à l'agent de change les fonds pour régler ou s'il avait voulu lever les titres ?

L'acheteur pouvait-il exercer la faculté d'escompte ?

L'acheteur pouvait-il demander la résiliation du marché ?

Les intérêts moratoires dûs par les acheteurs à terme devaient-ils courir du 4 août 1914, date à laquelle les capitaux auraient dû être payés, ou seulement de la date de la publication du décret du 27 septembre qui décidait que les sommes dues seraient augmentées de ces intérêts ?

★★

Préalablement à l'étude de ces questions, il importe de définir ce que le décret entendait par « sommes dues ». Devait-on entendre le montant brut des bordereaux d'achat déduction faite des sommes versées par le client à titre de couverture ou de provision ou sans déduction ? Par exemple, pour un achat de 3.000 fr. de rente 3 % à francs 82,50 d'un montant brut de 82.500 francs sur lequel il avait été versé antérieurement à la date de la liquidation normale (4 août 1914) une couverture de 1.500 francs en

espèces, devait-on calculer les intérêts sur francs 82.500 ou sur francs 81.000. La question présentait un intérêt pratique puisque d'après l'article 2 du décret du 29 août 1914, le nouveau délai moratoire de 30 jours ne s'appliquait pas aux opérations effectuées, soit dans les Bourses de valeurs, soit dans les Bourses de commerce, lesquelles restaient soumises aux règlements qui les concernaient, et qu'en conséquence les sommes déposées chez les agents — sauf celles employées en reports — ne bénéficiaient pas de l'intérêt de 5 % accordé par l'article 6 du même décret.

Il semble qu'il fallait calculer les intérêts sans déduire le montant de la couverture qui, pour l'agent, simple intermédiaire, était frappée d'indisponibilité, par conséquent improductive, sans que cela le dispensât de porter au crédit de la contrepartie les intérêts auxquels elle avait droit en vertu du décret du 27 septembre.



De l'obligation au paiement des intérêts moratoires pour l'acheteur qui voulait verser à l'agent de change les fonds pour régler ou qui voulait lever les titres vis-à-vis même du vendeur ou reporteur à découvert.

Pour mieux comprendre la question, il ne faut pas perdre de vue que c'est la généralité de la disposition du décret qui formait le fond de la thèse de l'auteur du pourvoi en annulation, par le motif que l'intérêt moratoire, ainsi édicté, avait été mis « à la charge de tous les acheteurs à terme, même de ceux qui avaient provision pour lever les titres, au profit, non seulement des vendeurs

ou reporteurs avec titres, mais encore au profit des vendeurs et reporteurs sans titres, c'est-à-dire à découvert ».

Cette thèse reposait donc au fond sur le défaut de distinction entre la situation des vendeurs en possession des titres, ou des reporteurs ayant effectivement levé ces titres, et celle des vendeurs à découvert.

Les adversaires de cette thèse tenaient au contraire que la généralité de la disposition était justifiée pour les raisons suivantes.

En premier lieu, ils faisaient valoir que le vendeur qui formait la contrepartie de l'acheteur ne pouvait pas être contraint à livrer les titres. L'offre de l'acheteur aurait donc tombé à faux ; bien plus, une consignation de sa part aurait été inopérante et l'obligation du vendeur étant suspendue il se serait trouvé dans son tort en voulant exécuter la sienne.

En second lieu, ils déclaraient qu'une considération dominait la question : ils n'étaient pas en présence d'un contrat privé entre un acheteur et un vendeur quelconques ; mais du contrat de bourse, contrat spécial pour lequel le législateur a apporté à la liberté des conventions des entraves jugées utiles à l'intérêt général.

Qui veut spéculer, disaient-ils, doit le faire en se pliant aux règlements de la Bourse et en passant par l'intermédiaire obligatoire des agents de change. Vendeurs ou acheteurs ne se connaissent pas, ne traitent pas ensemble, et ne règlent pas à leur guise leurs différences ; ils ne connaissent que leurs agents de change qui procèdent entre eux aux liquidations, aux livraisons et aux paiements, sous le contrôle et l'autorité de la Chambre syndicale ; c'est la Chambre syndicale qui fixe les cours de compensation, base de tout règlement ; c'est elle qui, en

vertu d'une véritable délégation du ministre des Finances, à la police du marché. Cette réglementation étroite assure la sincérité des opérations traitées à la Bourse, et cette sincérité est la raison même pour laquelle les clients donnent leurs ordres à des agents de change. Mais en donnant des ordres qui doivent être exécutés sur le marché public, ils se soumettent par avance à toutes les règles, à toutes les mesures, à toutes les restrictions que la Chambre syndicale a jugées ou jugera nécessaires d'apporter. Il y a de leur part consentement tacite, mais obligatoire. Il est d'ailleurs permis de prendre la contrepartie de ce raisonnement et de soutenir qu'à raison de cet anonymat même dont jouissent les spéculateurs et du pouvoir quasi discrétionnaire dont bénéficient les intermédiaires officiels c'était à eux d'assurer dans son intégralité l'exécution de ce contrat spécial sur lequel ils ont la haute main.

Ils rappelaient qu'aux termes des règlements, les opérations, au moment de la liquidation, donnent lieu, du fait de la liquidation centrale, d'un côté, dans chaque charge à la compensation nécessaire des opérations en sens divers sur chaque valeur, et d'un autre côté, entre agents, à une dernière compensation dégageant finalement, pour chaque valeur, le solde des titres à livrer et celui des sommes à payer.

A l'aide de ce solde et des compensations qui ont permis de le dégager, les opérations se règlent finalement entre elles.

Ainsi donc, c'est à cette idée de résultante des opérations qui n'a plus aucun rapport direct avec les négociations initiales que s'attachaient les partisans du décret pour justifier sa généralité et conclure à l'impossibilité matérielle qu'il y avait à établir des distinctions. Et ils

n'omettaient pas de dire que pour les prorogations de positions, interviennent des tiers étrangers aux opérations originaires, les reporters, qui levant à la place des acheteurs, payant les vendeurs, et prenant leurs lieu et place en regard des acheteurs, il est impossible de dégager les contreparties et d'« appliquer » à tel ou tel acheteur tel ou tel reporteur ou vendeur !

Tenter cette solution aurait abouti, concluaient-ils, à une véritable impossibilité ou à du pur arbitraire, les agents étant d'ailleurs tenus au secret.

En troisième lieu, ils ajoutaient qu'au point de vue moral, l'acheteur qui offrait les fonds ne pouvait guère se plaindre de devoir des dommages-intérêts, bien que non défaillant ; il conservait en mains les fonds destinés à la levée des titres ou au paiement des différences et il ne lui était pas difficile de faire produire des intérêts à un taux égal, sinon supérieur, à celui des intérêts moratoires, auxquels il y avait lieu d'ajouter le montant des coupons dont il était crédité. Le sacrifice demandé à l'acheteur était donc mince en comparaison du service qui lui était rendu, à savoir d'échapper aux pertes énormes qui seraient résultées pour lui, ainsi que nous l'avons déjà dit plus haut, de l'effondrement des cours, si la liquidation avait eu lieu fin juillet 1914. Ils faisaient remarquer que l'intérêt moratoire était fixé à 5 % net, que l'acheteur n'avait à payer ni impôt, ni frais, les agents de change ayant décidé de ne prélever aucun courtage.

D'autre part, si l'on envisageait la situation d'un vendeur à découvert, ce vendeur, à la différence du capitaliste reporteur, ne bénéficiait pas de l'intégralité des intérêts. En effet, tandis que le capitaliste reporteur, ayant les titres en sa possession, encaissait en nature le montant

des coupons dont l'acheteur était crédité et dont il était débité lui-même, et partant bénéficiait intégralement des intérêts, le vendeur à découvert, qui est toujours débité du coupon dont l'acheteur est crédité, mais qui n'encaisse rien en nature, ne bénéficiait que de la marge, s'il en était, qui existait entre le taux de l'intérêt moratoire et le coupon.

A ce dernier argument, on peut répondre qu'il paraît paradoxal que les vendeurs à découvert, même pour une cote-part seulement, aient bénéficié d'un intérêt sur la totalité d'un capital fictivement engagé. Ce paradoxe est d'autant plus choquant que c'est du chef de l'Etat, dont ils sont funestes au crédit, puisque ce ne sont que des joueurs à la baisse, qu'ils devaient leur protection. On fait observer, il est vrai, que leur intervention met souvent un frein à l'exagération des cours et que, empêchés de se racheter par la prorogation de la liquidation, et, partant de réaliser leur bénéfice pendant toute la suspension de cette liquidation, n'ayant pu se racheter qu'en fin de septembre 1915 à des cours notablement supérieurs à ceux qui eussent été pratiqués auparavant, ces vendeurs ne trouvèrent finalement, dans les intérêts moratoires alloués, qu'une rémunération légère, alors que les acheteurs qui, en fait, d'ailleurs, eurent toujours la faculté d'obtenir livraison contre espèces, évitèrent à ce prix léger, compensé par la libre disposition de leurs capitaux et par les coupons dont ils purent être crédités, la lourde perte que leur eût infligé la liquidation de leurs opérations.



L'acheteur pouvait-il exercer la faculté d'escompte ?

Nous rappelons que, d'après les règlements de la Bourse, tout acheteur à terme a le droit (art. 63 du décret du 7 octobre 1890), sauf le cas où le vendeur aura payé une prime, un déport, pour ne pas livrer, dans le courant du mois, de convertir une opération à terme en une opération au comptant, en obligeant son vendeur à lui livrer les titres contre espèces, dans le délai maximum de 5 jours à compter de la mise en demeure. En agissant ainsi l'acheteur escompte ses titres, c'est-à-dire en prend livraison contre paiement immédiat, au lieu d'attendre la liquidation. Tel est le sens du mot *escompte en terme de Bourse*.

L'escompte n'est pas admis pendant les jours de liquidation, ni à partir du 6^e jour de bourse qui précède la liquidation. Il est une arme constamment menaçante contre le vendeur à découvert qui est forcé soit de racheter au comptant, soit de prendre une même quantité en report. Si l'escompte a pour effet de contraindre les vendeurs, que l'on suppose avoir opéré à découvert, à courir après les titres qui leur manquent, il est surtout un merveilleux instrument d'arbitrage entre le terme et le comptant. Tous les titres se négociant à terme à la cote officielle sont escomptables, qu'elle qu'en soit la nature ; par contre, en coulisse, l'escompte n'est pas admis et ne peut jamais se pratiquer.

Dans la question précédente, nous avons vu que suivant l'opinion la plus couramment admise, la généralité de la disposition du décret de 1914 était imposée par les règles spéciales à la matière. Pour la même raison, la question de la faculté d'escompte devait se résoudre négativement. Aux termes de l'art. 63 du décret précité, l'escompte entraîne livraison à l'avance des valeurs négociées, et ce, à l'aide d'une liquidation anticipée. Or, le

décret de 1914, en faisant obstacle à toute livraison, ne laissait pas place à la livraison par anticipation, de même qu'en ajournant toute liquidation il ne faisait pas d'exception pour la liquidation anticipée.

Il va de soi d'ailleurs que les escomptes amiables, effectués d'accord entre les parties, étaient licites.

★
★★

L'acheteur pouvait-il demander la résiliation du marché ?

On pouvait supposer qu'un acheteur voulant à toute fin tirer partie du laconisme du décret de 1914 eût demandé la résiliation de son marché sous prétexte que le 31 juillet 1914 l'exécution des ordres était théoriquement impossible et que n'ayant pas été faite, l'opération devait être annulée.

L'opinion contraire faisait valoir que l'acheteur qui aurait raisonné ainsi aurait oublié que l'opération qu'il prétendait critiquer consistait essentiellement dans la passation d'un ordre qui avait été exécuté et dont il ne restait plus qu'à opérer le règlement. Or, c'est le règlement, non de telles opérations, mais de toutes les opérations qui, dans un intérêt supérieur, avait été ajourné.

Il n'était donc pas possible de résilier un contrat, sauf les cas de dol ou de fraude, qui avait été exécuté. Pourtant, les partisans de cette opinion ajoutaient que si le mode de règlement avait causé un préjudice à l'acheteur, le droit à des dommages et intérêts lui était réservé ; néanmoins, il aurait été tenu de faire la preuve du préjudice, preuve singulièrement difficile, car s'il est impossi-

ble de dire ce qui se serait passé au cas où la liquidation aurait été faite le 31 juillet 1914, une chose est du moins certaine, c'est que les cours seraient descendus au-dessous de toute prévision.

★★

Enfin, ce décret a donné lieu à une quatrième question.

Quel était le point de départ des intérêts moratoires ?

Deux dates ont été proposées, celle du 4 août 1914, date à laquelle les capitaux auraient dû être versés, et celle de la date de la publication du décret du 27 septembre 1914.

Le décret du 27 septembre 1914 ne résolvait pas expressément cette question relative au point de départ des intérêts moratoires. Car il se bornait à disposer que les sommes dues à raison des ventes, achats et reports seraient augmentées d'un intérêt moratoire de 5 % l'an.

La solution selon laquelle les intérêts moratoires couraient du 4 août 1914, jour où le règlement des marchés à terme conclus pour la liquidation de fin juillet 1914 devait avoir lieu, était seule rationnelle et équitable. C'est l'opinion soutenue par M. le Professeur Ch. Lyon-Caen, que nous citons textuellement.

« Les motifs qui ont fait admettre les intérêts moratoires l'imposent. C'est à partir de ce jour-là que les acheteurs à terme ont été dispensés de payer aux vendeurs ou reporteurs des sommes dont les premiers ont conservé la jouissance au détriment des seconds. Le Gouvernement se serait mis en contradiction avec cette raison qui justifie les intérêts mora-

toires, s'il avait entendu les faire courir seulement d'une date postérieure au 4 août 1914. Toute autre date que cette dernière serait arbitraire.

« Quelles objections fait-on contre la solution selon laquelle les acheteurs à terme doivent les intérêts à partir du 4 août 1914 ? On en a présenté deux, l'une se rattachant à l'article 1153 du Code civil, l'autre à l'article 2 du Code civil, qui consacre le principe de la non-rétroactivité des lois.

« On fait observer que, d'après l'article 1153 du Code civil, en cas de retard dans le paiement d'une somme d'argent, les intérêts dûs à titre de dommages et intérêts courent, non du jour où la dette exigible n'a pas été payée, lors de son échéance, mais à partir de la sommation faite au débiteur.

« Si cette objection était exacte, les acheteurs à terme de valeurs mobilières ne devraient point d'intérêts moratoires, puisqu'aucun d'eux n'a reçu de sommation et ne pouvait même en recevoir une.

« Mais l'objection est inexacte. Deux raisons en prouvent la fausseté.

« L'article 1153 du Code civil n'a rien à faire dans l'espèce, et c'est tout à fait à tort qu'on l'invoque.

« Quel cas vise l'article 1153 ? Celui où un débiteur ne paie pas à la date fixée par le contrat la somme qu'il doit. Dans l'espèce, il s'agit de toute une catégorie de débiteurs à qui, en raison des circonstances, un décret, ayant force de loi par suite de la délégation faite au Gouvernement, a accordé des délais après l'échéance de leurs dettes, et en retour de cette sorte d'avantage modifiant les conventions originaires et de nature à nuire aux créanciers, vendeurs à terme ou reporteurs, pour atténuer le préjudice subi par ceux-ci, des intérêts ont été mis à la charge de tous les acheteurs, leurs débiteurs. Au reste, d'après les principes généraux du droit, une sommation était impossible. Celle-ci suppose une dette exigible. Or, la prorogation avait précisément suspendu l'exigibilité des dettes des acheteurs à terme.

« En temps normal, les acheteurs à terme qui n'auraient

pas pu ou qui n'auraient pas voulu exécuter les marchés à la fin de juillet 1914, auraient dû se faire reporter, et ils auraient eu, de ce chef, à payer un prix de report dont le montant avec les frais aurait dépassé l'intérêt de 5 %.

« Il faut ajouter que la règle de l'art. 1153 selon laquelle les intérêts ne courent que de la sommation faite au débiteur, n'est pas absolue. L'art. 1153 lui-même réserve expressément les cas où la loi fait courir les intérêts moratoires de plein droit. C'est en vertu de cette réserve que, dans nombre de cas, la loi fait courir les intérêts moratoires sans qu'il soit besoin d'une sommation ni d'aucun autre acte (voir notamment les articles 1846, 1996, 2001 du Code civil). Nous nous trouvons dans un cas où il résulte d'un décret ayant force de loi sainement interprétée, que les intérêts moratoires ont couru de plein droit du jour de l'exigibilité des sommes dues qui était le 4 août 1914.

« Puis, on a allégué qu'en interprétant le décret du 27 septembre 1914 comme faisant courir les intérêts moratoires à partir du 4 août précédent, on violerait la règle de la non-rétroactivité des lois consacrée par l'art. 2 du Code civil : la loi ne dispose que pour l'avenir, elle n'a pas d'effet rétroactif.

« Ceux qui ont fait valoir cet argument pour que les intérêts ne puissent être mis à la charge des acheteurs que du jour de la publication du décret du 27 septembre 1914, semblent avoir oublié le sens de la règle de la non-rétroactivité des lois. Tous les auteurs et tous les arrêts sont d'accord pour ne pas attribuer à cette règle un sens absolu selon lequel une loi nouvelle ne serait jamais sous aucun rapport applicable à des conséquences de faits antérieurs à cette loi. Selon l'opinion que consacrent la jurisprudence et tous les auteurs, il y a une distinction à faire. Celle qui est généralement admise est la suivante : une loi nouvelle ne doit pas être interprétée de façon à enlever des droits acquis antérieurement en vertu de la loi ancienne, mais rien ne s'oppose à ce qu'une loi nouvelle reçoive une interprétation par suite de laquelle certaines personnes voient disparaître des expectatives ou simples espé-

rances qu'elles pourraient fonder sur la loi ancienne (1). S'il en était autrement, la législation demeurerait stationnaire ; la loi nouvelle ne serait pas applicable tant que quelques espérances se rattachant à la loi ancienne subsisteraient.

« Un droit ne peut pas être considéré comme acquis lorsqu'il s'agit d'un avantage qui peut être enlevé à chaque instant à ceux auxquels il appartient.

« Aussi ne saurait-on dire que les acheteurs à terme de valeurs mobilières pour la liquidation de fin juillet 1914 avaient un droit acquis, avant le décret du 27 septembre 1914, à jouir de délais sans avoir à payer d'intérêts moratoires. Il dépendait de l'autorité compétente, le Gouvernement, de leur retirer à tout moment le bénéfice de ces délais. A fortiori, le Gouvernement pouvait-il, en maintenant ces délais et en accordant de nouveaux, mettre des intérêts moratoires à la charge des acheteurs à terme à compter du jour où, d'après les conventions, ceux-ci auraient dû acquitter leurs dettes?

« Cette solution doit être d'autant plus admise que l'une des raisons toujours invoquée pour justifier le principe de la non-rétroactivité des lois est qu'en appliquant une loi nouvelle à des conséquences de faits antérieurs, on arriverait à des résultats injustes pour les particuliers qui ont dû compter sur les dispositions de la loi ancienne.

« Dans l'espèce, au contraire, c'est l'interprétation du décret du 27 septembre 1914, consistant à admettre qu'en vertu de ce décret les intérêts moratoires n'ont couru que du jour de sa publication, qui conduirait à une véritable iniquité en permettant aux acheteurs à terme d'avoir conservé la jouissance cumulée de leurs capitaux et des titres entre le 4 août 1914, date à laquelle ils étaient tenus, d'après les règlements, d'exécuter leurs engagements, et la date de la publication du décret du 27 septembre 1914. »

(1) V. Demolombe, *Cours de code civil*, I, nos 37 et suiv. ; Aubry et Rau, *Cours de droit civil français*, I (5^e édit.), § 30, p. 98 et suiv. ; Huc, *Commentaire théorique et pratique du code civil*, I, nos 54 et suiv., p. 62 et suiv.

DU CARACTÈRE LÉGAL DE L'ACCORD CONCLU EN NOVEMBRE 1914
ENTRE LA BANQUE DE FRANCE ET LES AGENTS DE CHANGE.

La question a été posée de savoir si l'accord conclu en novembre 1914 entre la Banque de France et les Agents de change était conforme à la légalité, au double point de vue des opérations que les Agents de change et la Banque de France elle-même sont autorisés à faire aux termes des textes qui les régissent respectivement.

Cette double question fut examinée par M. le Professeur Ch. Lyon-Caen et M^e Boivin-Champeaux, ancien Président de l'ordre des Avocats au Conseil d'Etat. Leurs conclusions furent formelles, aucun doute ne subsiste sur le caractère légal de cette intervention.

Si l'on a songé à contester la validité des engagements souscrits par les agents de change, c'est que l'on croyait pouvoir invoquer le texte de l'art. 85 du Code de commerce qui interdit aux agents de change de faire des opérations de commerce et de banque pour leur compte.

Sans rechercher si les mots « opérations de commerce » doivent être considérés comme synonymes « d'actes de commerce », il faut se reporter aux travaux préparatoires pour préciser le sens et la portée de la prohibition édictée dans un double but : éviter que l'agent de change ne se fasse frauduleusement la contre-partie de son client et empêcher ces officiers publics de compromettre les intérêts de leurs clients en compromettant leur propre fortune dans des opérations hasardeuses ou malheureuses. (Exposé des motifs du titre V du Code de commerce, présenté par Regnault de St-Jean d'Angély. — Rapport du tribun Jard-Panvilliers au Corps législatif).

La prohibition ne pouvait donc pas s'appliquer à la souscription d'effets qui avaient pour but, non pas de compromettre les intérêts des clients, mais bien au contraire de permettre aux agents de régler des opérations qu'ils avaient faites pour le compte de leurs clients dans les limites de leurs attributions légales et d'assurer mieux, au profit de ces clients, l'exécution de leurs propres engagements.

A défaut de la prohibition de l'art. 85 du Code de commerce, était-il possible d'invoquer celle qu'édicte l'art. 10 de l'arrêté du 27 prairial An X, qui fait défense aux agents de change de faire « aucun commerce de marchandises, lettres, etc..., pour leur compte et d'endosser aucun billet, lettre de change ou effet négociable quelconque ». Or, les prohibitions doivent être interprétées restrictivement et souscrire un billet au profit d'un prêteur n'est faire ni commerce de billets, ni endosser un billet. Quant à l'aval, la question était tranchée par le texte même de l'article dont la disposition finale porte « il n'est pas dérogé à la faculté, qu'ont les agents de change de donner leur aval pour les effets de commerce ».

On pouvait donc se demander tout au plus si le fait par le syndic, spécialement autorisé par une délibération prise à l'unanimité par les agents de change, de présenter à l'escompte à la Banque de France des effets ainsi régulièrement souscrits et avalisés était bien conforme, non pas à l'esprit, mais à la lettre même du décret de prairial.

Cette question était sans intérêt pour la Banque. L'arrêté de prairial ne frappe pas de nullité les actes faits en contravention des dispositions qu'il édicte. Ces actes demeurent parfaitement valables et engagent pleinement ceux qui les accomplissent et qui se trouvent seulement

de ce fait exposés à des sanctions disciplinaires. La question a été formellement tranchée par la doctrine et la jurisprudence, conformément aux principes d'ordre général qui frappent de nullité les actes faits par les incapables légaux que la loi entend protéger, comme les mineurs, mais qui maintiennent, au contraire, la validité des actes faits en contravention des textes par des personnes exerçant certaines fonctions, comme les notaires et les agents de change (voir notamment arrêts de rejet de la Chambre des requêtes des 14 janvier et 5 février 1868).

D'autre part, même en l'espèce, il ne pouvait être question de sanctions disciplinaires contre les agents puisque l'opération était faite par la Chambre syndicale elle-même avec l'encouragement du ministre des Finances dont relève la Compagnie des agents de change de Paris.



On pourrait se demander enfin si ces effets, bien qu'engageant valablement ceux dont ils portaient la signature et bien que légalement souscrits, rentraient, en raison de la nature de l'opération qui leur avait donné naissance, dans la catégorie des effets de commerce qui pouvaient statutairement être admis par la Banque.

Quels sont les effets que la Banque de France peut admettre à l'escompte ?

La réponse est donnée par le décret du 16 janvier 1808, art. 9 :

« Les opérations de la Banque consistent à escompter à toutes personnes des lettres de change et autres effets de commerce qui ne peuvent excéder trois mois et souscrits par des commerçants et autres personnes notoirement solvables. »

Ce texte n'impose à la Banque aucune limitation con-

cernant ni les personnes dont la signature doit figurer sur les effets, soit comme cédants, soit comme souscripteurs, tireurs ou accepteurs, soit comme donneurs d'aval, ni la nature même des opérations qui donnent naissance aux effets escomptés.

Seule la loi du 24 germinal an XI, article 5, pose des interdictions concernant la nature des opérations : « la Banque refusera d'escompter les effets dérivant d'opérations qui paraîtraient contraires à la sûreté de la République ; les effets qui résulteraient d'un commerce prohibé ; les effets dits de circulation, créés collusoirement entre les signataires, sans cause ni valeur réelle ».

Les billets à ordre qui furent escomptés à la Banque ne dérivait, en toute évidence, ni d'opérations contraires à la sûreté de la République, ni d'un commerce prohibé. Ils n'étaient pas non plus créés collusoirement entre les signataires, sans cause ni valeur réelle.

Chacun d'eux avait bien une cause : la dette de l'agent de change, auquel l'ensemble de la Compagnie ouvrait un crédit nécessaire pour le règlement de cette dette par une délibération unanime spéciale et par l'intermédiaire de la Chambre syndicale, en engageant dans des conditions précises la responsabilité de la totalité des agents.

La souscription des billets n'était le résultat d'aucune collusion ; elle n'avait pas pour but de tromper qui que ce fût : les souscripteurs, les donneurs d'aval, le syndic et la Banque de France connaissant toute la combinaison à laquelle ils se rattachaient.

A aucun titre, ces effets ne pouvaient être considérés comme visés par la loi de germinal ; ils demeuraient donc parmi ceux que le décret du 16 janvier 1808 autorise la Banque à escompter.

CHAPITRE II

Le Marché des Changes

L'article 76 du Code de commerce qui donne la clé de l'organisation de la Bourse stipule entre autres que les agents de change ont seuls le droit... de faire pour le compte d'autrui les négociations de lettres de change ou billets, et de tous papiers commercables et d'en constater le cours. En fait, ils ont renoncé au monopole de ce courtage qui est exercé par des courtiers libres qui n'ont point formé, à la différence des coulissiers, d'association légale. Néanmoins, les agents de change publient les cours des différentes devises au moyen des éléments que leur fournissent ces courtiers peu nombreux et connus. Les agents d'ailleurs, dans la plupart des cas, reçoivent la cote toute faite.

Les courtiers de change se tiennent plus spécialement

(1) Le marché des changes, à lui seul, pourrait faire l'objet de plusieurs thèses ; aussi en limiterons-nous, en fait, l'étude aux relations qui existent entre ce marché et les valeurs dites internationales.

en Bourse à la salle des banquiers située au fond et à gauche du monument où ils ont peu de rapports avec le public. Il faut remarquer d'autre part que l'élément le plus actif des habitués de cette salle est formé par les représentants des grandes banques qui, après avoir fait chez elles des compensations partielles, achètent certaines devises et en vendent d'autres. Les courtiers de change eux se chargent des négociations qui leur sont confiées par des Maisons d'importation ou d'exportation (pétroles, grains, coton, etc...) ou par des Banques secondaires qui s'assurent plusieurs courtiers pour masquer une partie de leurs opérations.

L'activité de ces courtiers ne saurait être absorbée par ce marché, aussi font-ils entre temps les démarcheurs pour la recherche des papiers à négocier et pour le placement de certaines valeurs de Bourse. Pendant la guerre, ils se sont surtout occupés du placement et de la négociation des bons et obligations de la Défense nationale qui ne faisaient pas l'objet de transactions au Parquet.



Le marché des changes, par l'objet des opérations qui s'y traitent, est d'essence absolument internationale. On pourrait au contraire concevoir le marché des valeurs mobilières comme étant absolument national, quoi qu'en réalité il soit international à plusieurs points de vue : non seulement par la présence d'étrangers à la Bourse, mais surtout par les opérations de place à place, pensions et arbitrages, qui s'y font et par les valeurs, objets de ces négociations.

Contre la finance internationale et cosmopolite deux reproches ont été formulés que nous n'avons pas à examiner ici et qu'il nous suffit de signaler : l'ingérence des étrangers dans les Conseils d'administration de Sociétés et les trop nombreuses émissions de valeurs étrangères.

En laissant de côté les erreurs qui ont pu se produire dans l'introduction de valeurs étrangères en France ou des excès de la spéculation dont beaucoup relèvent plus de la science pénale que de la science financière, il faut reconnaître que les valeurs mobilières étrangères jouent un rôle remarquable et considérable dans le crédit mondial. Elles font du détenteur un créancier de l'étranger pour le capital et les intérêts et constituent en période de crise une réserve de change sur le dehors. Ceux qui ont besoin d'une fraction de cette réserve l'achètent, envoient les titres aux Bourses étrangères où la vente produit des espèces et ont ainsi du change sur l'étranger. Et cet exode est facilité d'autant plus qu'il est reconnu que les nations débitrices ont toujours tendance à racheter leurs dettes extérieures dans les moments de prospérité. C'est ainsi que de 1869 à 1873 la dette publique italienne circulant en France a baissé, dans cet intervalle de 3 ans, de près de 30 %. L'étranger, et principalement l'Italie, profitait alors des bas cours de la rente italienne sur notre marché, pendant la guerre et après la guerre avec l'Allemagne, pour nous racheter 23 millions de rentes italiennes sur 83 millions qui étaient en circulation en 1869, soit en capital une valeur de 300 millions de francs. Cette opération se comprenait facilement : la rente italienne fléchissait sur notre marché par des circonstances qui étaient particulières à la France et non pas à la rente italienne puisque l'Italie n'était en rien ébranlée par la guerre et

qu'elle s'en trouvait plutôt consolidée (1). Un exemple également frappant est celui du rapatriement de la dette publique des Etats-Unis vers 1875-1878.

Il y a sur les différentes places d'Europe un certain nombre de valeurs que l'on appelle plus particulièrement « valeurs internationales ». Cette catégorie se compose de titres soit d'emprunts d'Etats, soit d'actions ou d'obligations de Sociétés anonymes qui, pour diverses circonstances tenant à leur origine sont cotées et ont un marché étendu sur les places les plus importantes du monde. Ces valeurs ne sont pas toujours meilleures que d'autres : elles sont quelquefois plus mauvaises, mais elles sont l'objet de plus de spéculation. C'est uniquement aux conditions de leur origine qu'elles doivent leur caractère d'internationalité. Ainsi, les chemins de fer français sont plus productifs que les chemins de fer autrichiens et surtout les lombards. Mais, tandis que l'on pouvait, avant la guerre, vendre ou acheter avec la plus grande facilité des titres de chemins de fer lombards ou autrichiens sur les places de Paris, Bruxelles, Amsterdam, Francfort, Berlin, Vienne, hors de France, on aurait éprouvé de la difficulté à vendre ou à acheter rapidement et sans perte des actions de nos chemins de fer sur des places étrangères.

Nous venons de dire que la qualité d'internationalité de ces valeurs tenait à leur origine. Prenons pour exemple les chemins de fer autrichiens et lombards. D'abord, la dernière de ces lignes est ou était commune à deux pays, l'Italie et l'Autriche. En outre, cette ligne, ainsi que celle

(1) Leroy-Beaulieu : *Traité de la science des finances*, t. II, p. 250, 8^e édit., Librairie Félix Alcan.

des chemins de fer dénommés en France autrichiens et connus en Allemagne sous le nom de franco-autrichiens, ont été construites en grande partie par des capitaux français. Il en résulte que les capitalistes de plusieurs pays sont intéressés à ces lignes et que les titres en sont cotés sur les principales places européennes ; c'est là ce qui leur donne le caractère d'internationalité.

Pour certaines valeurs, soit à raison de l'importance du capital à émettre, comme les emprunts russes après la guerre russo-japonaise, soit à raison des taxes fiscales françaises à supporter (1), on a imaginé la division des émissions en tranches réparties sur plusieurs marchés financiers. On cote donc à Paris, par exemple, les titres de tel emprunt portant de tel à tel numéro, à l'exclusion de tous autres numéros. Cela enlève à ces valeurs, qui ne restent négociables qu'à Paris, une grande partie de leur négociabilité. Il importe donc que les valeurs étrangères gardent tous les caractères qui leur assurent la réalisation à travers le monde.

L'existence de valeurs internationales facilite grandement les arbitrages et permet des négociations non seule-

(1) Il est juste que les valeurs étrangères supportent en France les impôts auxquels sont soumis nos propres valeurs. Mais, pour contraindre les sociétés étrangères à s'abonner aux taxes françaises, on a frappé leurs titres de droits de timbre au comptant très lourds, en même temps que certaines formalités d'introduction doivent être précédées de l'abonnement sous peine d'amende. Puis l'abonnement obligatoire doit porter sur un nombre minimum de titres, calculé sur le nombre total des titres émis.

En raison de ces exigences, certaines compagnies américaines ont refusé de s'abonner et les banquiers français ont imaginé de faire des tranches françaises d'émissions d'obligations et de contracter l'abonnement sur ces titres rédigés en français, négociables sur le seul marché français.

ment d'une place à une autre, mais encore des arbitrages, dits indirects, où se trouvent engagées deux places étrangères ou plus.

C'est exclusivement dans cet ordre d'idées que nous voulons ici attirer l'attention sur le rôle joué par les valeurs étrangères, qu'elles soient internationales ou non, pendant la guerre sur le marché des changes.

Ce rôle n'est d'ailleurs pas nouveau. Léon Say, dans son rapport fait au nom de la Commission du Budget de 1875 « sur le paiement de l'indemnité de guerre et sur les opérations de change qui en ont été la conséquence » n'hésite pas à attribuer principalement aux arbitrages de titres étrangers et de coupons de ces titres la remarquable facilité avec laquelle s'est accompli le transfert en Allemagne de 5 milliards de francs, montant de notre indemnité de guerre (1).

Un phénomène analogue s'est accompli pendant la dernière guerre : on a fait appel à la mobilisation volontaire de notre portefeuille de valeurs étrangères pour faciliter le paiement des achats énormes en approvisionnements et en matériels de guerre que nous effectuions à l'étranger et les opérations de change qui en étaient la conséquence. L'idée directrice, si ce ne sont les modalités, ainsi que le but, restaient les mêmes ; la cause, la volonté d'obtenir la victoire et non l'obligation à la rançon, seule, différait.

Autre chose.

Les titres, lorsqu'ils sont libellés dans la monnaie du

(1) Cette question fait l'objet du dernier paragraphe de ce rapport, publié in extenso dans *les Finances de la France sous la III^e République*, t. I, p. 363, Calmann-Lévy, édit.

pays où ils sont placés, jouissent encore d'un avantage : pour eux le change n'intervient plus et il n'y a à considérer que la solvabilité de l'emprunteur. Au regard du pays créancier, appelé à user de cette réserve, l'obstacle constitué par les fluctuations du change n'existe pas pour les règlements internationaux qui se font avec ces titres. C'est un sérieux avantage sur les crédits en banque.

Une banque anglaise, par exemple, est disposée à ouvrir un crédit à un importateur français. Mais ce crédit, elle l'ouvre en livres sterling, c'est-à-dire qu'elle offre de payer en Angleterre et en monnaie anglaise, le prix de la marchandise achetée par l'importateur français. Celui-ci, quand le crédit expirera, dans trois mois, six mois ou un an, devra rembourser des livres sterling qu'il achètera sur le marché au cours qui sera coté à ce moment. On voit que l'importateur, en usant du crédit, fait une véritable spéculation sur le change. Il s'expose, si le change sur Londres a monté, à subir une perte qui peut être très forte. Il lui est en tout cas impossible d'établir exactement son prix de revient qui dépendra du cours que fera le change à l'époque du remboursement du crédit. Aussi, les commerçants préfèrent-ils couvrir le change au moment même de l'achat de la marchandise, de façon à pouvoir établir leur prix de revient et fixer leur prix de vente en conséquence. Les banques, de leur côté, ne se soucient pas de prendre à leur charge le risque de change, qui, plus encore que pour les commerçants, les exposerait à une perte supérieure à la marge de bénéfice qu'elles se réservent dans l'opération.

La vérité est que les crédits commerciaux ne peuvent s'accorder d'un pays à un autre que lorsque le risque de change n'entre pas en ligne de compte, c'est-à-dire

Quand le change entre deux pays est stable. Il en est ainsi en temps normal : les pays à change déséquilibré n'obtiennent pas de crédit ; ils payent leurs achats comptant. Il faut remarquer cependant que, si l'on n'accorde pas à ces pays de crédits commerciaux à court terme, cela ne les empêche pas de placer leurs titres à l'étranger. Il y a, en effet, une grande différence entre une opération de banque qui doit se dénouer à très brève échéance et le placement définitif que fait un capitaliste. Pour lui une opération de change constitue souvent un attrait. Ce n'est d'ailleurs le cas que pour les titres libellés dans la monnaie du pays emprunteur. Ce risque est évité, ainsi que nous venons de le voir, lorsque les coupons sont payables dans la monnaie du pays prêteur. Il y a même sur le marché de Paris des valeurs dont les coupons sont payables au choix en plusieurs monnaies, ce qui fait que le revenu en francs est en quelque sorte un revenu minimum. Ainsi l'emprunt 3 1/2 % 1906 de la Banque hypothécaire du Royaume du Danemark est libellé au nominal, comme suit : 360 couronnes ou 500 francs ou 404 reichsmark et les coupons semestriels portent 6 couronnes 30, 8 francs 75, 7 rm. 07, payables à Paris en francs, au Crédit Lyonnais et à la Banque de Paris et des Pays-Bas, à Bruxelles ou Genève au change de Paris à vue, à Hambourg en reichsmark, à Stockholm en couronnes.

On voit la précieuse réserve que constitue pour un pays, en temps de calamité, l'absorption par ce même pays, en temps de prospérité, d'un portefeuille de titres étrangers de bonne qualité.

Le début des hostilités marqua une période de complet désarroi. Dès le 30 juillet 1914 déjà les négociations furent suspendues et la cote officielle cessa d'être publiée. Toutefois, les cours furent donnés à titre de renseignement par les journaux financiers sans posséder la sanction de l'inscription à la cote officielle. Ce n'est que le 26 juillet 1915 que la cote officielle reprit la publication des cours des changes.

Pendant les premières semaines de la guerre, le change cessa virtuellement d'exister à telle fin que l'on a certifié cette chose singulière que des livres sterling en or, des souverains, la première monnaie métallique du globe, ne pouvaient s'échanger à Paris dans nos banques. On a raconté que la Maison de voyages internationaux Cook imaginait de les prendre pour 24 fr. 50, soit pour 72 centimes ou près de 3 % de moins que leur valeur intrinsèque. De même, les chèques sur les meilleures Maisons du monde, en livres ou en dollars, étaient refusés par toutes les Sociétés de crédit. On donnait comme raison qu'il fallait compter avec les risques de guerre, avec la saisie de ces chèques sur mer par les croiseurs allemands, par mesure de réciprocité avec notre décret du 11 août 1914 qui avait déclaré que le Gouvernement de la République française considérerait comme contrebande conditionnelle de guerre l'or et l'argent monnayés et en lingots, ainsi que les papiers représentatifs de la monnaie.

Par la suspension de ce marché et l'état de léthargie des banques, était également innégociable la centaine de millions de dividendes, dont un quart ou un tiers devait revenir à des capitalistes français, que les mines d'or du Transvaal venaient de répartir à leurs actionnaires dans

la première quinzaine du mois d'août, ainsi que les coupons des grandes compagnies américaines et canadiennes, Atchison Topeka, Canadian Pacific, Union Pacific et autres. Doit-on critiquer cette inertie qui risquait de menacer notre réserve d'or, considérable à l'époque, mais combien pauvre en face de la danse actuelle des milliards ? Ce ménagement de nos ressources fut involontairement un bien, en raison de la durée de la guerre que l'on n'envisageait pas si longue au début et de son coût considérable.

Cependant, dans les premiers jours d'octobre, à la suite du redressement victorieux de nos armées sur la Marne, le marché des changes fut reconstitué malgré la suspension de la cote officielle. Banquiers et capitalistes français faisaient rentrer en France les capitaux qu'ils avaient placés à l'étranger ; aussi, pendant la période actuellement examinée tous les changes nous furent favorables, sauf celui sur la Hollande et celui sur l'Espagne, et encore, ce dernier ne se maintint-il légèrement au-dessus du pair qu'en septembre et pendant les premiers jours d'octobre.

Ce n'est qu'au début du deuxième trimestre de 1915, que nos changes montèrent sans arrêt et que leur tension commença vivement à inquiéter tous ceux qui avaient des règlements à effectuer à l'étranger. C'est vers cette époque qu'apparurent les lacunes de notre organisation, les insuffisances de nos approvisionnements et de nos armements et qu'en même temps s'affirma la nécessité de recourir très largement aux pays neutres ou amis. Il fallut pratiquer au dehors de gros achats de vivres, de matières premières, d'outillage, d'armes, de munitions, toutes choses qui se traduisaient par des règlements à effectuer à l'étran-

ger, et, par conséquent, par la recherche de devises étrangères. Nos créances sur l'étranger étant rentrées, les exportations de marchandises étant insignifiantes par rapport à nos importations, il fallait, d'une part, obtenir des crédits pour nous permettre de solder une partie du déficit de notre commerce extérieur, et, d'autre part, faciliter la tâche du Gouvernement soit en procédant à des exportations de titres étrangers, c'est-à-dire en effectuant des ventes sur des places avec lesquelles nous étions restés en relations d'affaires, soit en prêtant à l'Etat ces mêmes titres pour les affecter à la garantie d'opérations de change.

Quelle était approximativement la valeur du portefeuille en titres mobiliers étrangers ?

En 1908, ce portefeuille était évalué à une trentaine de milliards de francs se décomposant comme suit :

1° Soumises à l'abonnement (valeur vénale, d'après l'Administration de l'enregistrement) : 10 milliards ;

2° Non abonnées (évaluation minimum de l'Administration de l'enregistrement) : 20 milliards.

D'autres évaluations donnent pour 1908, 38 milliards de francs, soit 8 milliards de plus que l'Enregistrement (1).

En tenant compte, d'une part, des émissions nombreuses qui se sont succédées en France de 1909 jusqu'à la déclaration de guerre, et, d'autre part, des amortissements opérés ou des rapatriements de titres effectués par les pays débiteurs, on pouvait fixer sans exagération la valeur de notre portefeuille étranger, en 1914, à 42 ou 43

(1) Chiffres extraits du fascicule de M. Raoul Péret, député et rapporteur général du budget, *La population, le budget, la fortune et la dette de la France avant la guerre*, 1917, Librairie Félix Alcan.

milliards de francs, sur un portefeuille évalué en totalité à 115 ou 120 milliards. La fortune française d'alors était estimée à 280 milliards environ (1).

Quelle était maintenant dans son ensemble la composition du portefeuille français de valeurs mobilières étrangères ? Le Français n'avait presque pas de valeurs britanniques, sauf en mines d'or. Il possédait des quantités considérables de valeurs scandinaves, suisses, espagnoles, portugaises et italiennes, beaucoup de valeurs autrichiennes, rentes de l'Etat austro-hongrois, qui n'avait pas toujours été notre ennemie, des actions et des obligations de chemins de fer autrichiens et de chemins de fer lombards, des actions de banques, de mines et d'industries en Autriche-Hongrie, reste des placements de Bontoux et de l'Union générale (2). Il avait une grande quantité de valeurs ottomanes, de valeurs helléniques et balkaniques, certaines valeurs égyptiennes, d'énormes masses de titres de l'Amérique latine, mexicains, brésiliens, argentins, puis une quantité appréciable, sans être très considérable, de valeurs de l'Amérique du Nord, Etats-Unis et Canada.

D'après cette nomenclature, on voit qu'une grande partie de ces valeurs était sensiblement affectée par la guerre et de négociation soit difficile, soit onéreuse. Tels les titres des pays avec lesquels nous étions en guerre, ceux de nos alliés auxquels nous devions nous-mêmes apporter notre concours financier, ceux de certains Etats

(1) D'après les statisticiens, la fortune totale mobilière et immobilière de l'Angleterre s'élevait, vers 1910, à 450 milliards, dont 80 milliards de francs représentaient son portefeuille étranger (Sir Paish Georges). Pour l'Allemagne, les chiffres étaient réciproquement : 332 milliards et 33 à 35 milliards (Hellferich).

(2) Le krach de cette Société date de 1882.

de l'Amérique du Sud, grandement atteints par l'ouverture du conflit européen et obligés de promulguer des moratoria ; enfin, ceux du Mexique en proie aux plus graves dissensions intérieures. Par contre, on pouvait tirer partie des valeurs des Etats-Unis, de l'ensemble des valeurs espagnoles, soit d'Etats soit de chemins de fer, des mines d'or du Transvaal et des titres du Gouvernement égyptien, sans compter un certain nombre d'obligations et d'actions négociables seulement sur les marchés étrangers, comme les actions et obligations de chemins de fer des Etats-Unis et du Canada, assez nombreuses dans les portefeuilles français, quoique non cotées dans nos Bourses.



Les derniers mois de 1914 et les premiers de 1915 ne présentent aucun intérêt pour cette partie de notre étude. Les principales bourses du monde étaient fermées ; il n'était donc pas possible, en l'absence de cours et de négociations régulières, de procéder à l'aliénation de notre richesse mobilière extérieure ou à son nantissement. Le besoin ne s'en faisait d'ailleurs pas encore sentir. C'est pourquoi nous nous en tenons à des généralités qui permettent d'entrevoir l'utilité féconde que l'on peut tirer d'un portefeuille de valeurs étrangères convenablement gagées (1).

(1) V. ci-dessous, page 343, note 1.

CHAPITRE III

Considérations générales sur les difficultés du Marché de Paris au début de la guerre

Comment doit-on juger cette courte, mais mouvementée période de notre histoire financière ? Devons-nous faire nôtre ce jugement du 12 septembre 1914 d'un chroniqueur d'une de nos publications financières les plus favorablement réputées : « Le public commence à trouver que les financiers depuis le début de la guerre actuelle — et nous parlons ici des financiers des deux mondes, anglais, américains, aussi bien que français — ne se montrent guère débrouillards ; certains même vont jusqu'à penser que, hypnotisés par des dangers, réels il est vrai, mais que l'on pourrait surmonter ou limiter avec de l'ingéniosité, ils paraissent en train de devenir une des catégories les moins dégourdies du genre humain ? » (1).

Si les événements financiers d'alors commencent à être recouverts du voile de l'indifférence, il n'en est pas

(1) *L'Economiste français*, page 318.

moins vrai que ceux qui étaient à la tête des affaires et ont suggéré au Gouvernement les premières mesures financières ont été jugés sévèrement à l'époque pour n'avoir pas su réagir, manifester leur sang-froid par leur attitude et sont allés, sous le coup de l'inquiétude, demander à l'Etat de les protéger. Un fait est en effet certain, c'est que l'on n'avait en 1914, dans les milieux financiers responsables *aucune vue d'ensemble*, aucun sentiment particulier de ce fait qu'un marché monétaire et financier forme *un mécanisme unique* dont toutes les parties sont solidaires et dont tous les rouages marchent et se détraquent ensemble.

D'où est venu cet affolement ? De quel point il est parti ? Chronologiquement, c'est à la Bourse, où l'on se trouvait en présence de la liquidation presque immédiate, que la première panique s'est fait sentir. Dès le 28 juillet il était évident que la liquidation de fin de mois menaçait d'être désastreuse. Les cours faisaient déjà ressortir des différences telles que les acheteurs, capitalistes moyens pouvaient encourir la ruine ; et, si les vendeurs livraient les titres, si les reporteurs voulaient leur argent, comment la liquidation pouvait-elle être effectuée ? Il était à prévoir que des capitalistes nouveaux ne se seraient pas présentés pour la faciliter et que la totalité des couvertures, et bien au-delà encore, allait être engloutie. Le reporteur en effet est un prêteur temporaire d'argent qui a choisi le report comme procédé de placement pour rentrer dans ses fonds à la première alerte. Puis, il ne faut pas oublier que les grands reporteurs de la place sont les grandes entreprises, compagnies de chemins de fer et autres, qui accumulent des sommes considérables pour le paiement de leurs coupons, et surtout les grandes ban-

ques et sociétés de crédit qui mettent en reports pour une quinzaine de jours les dépôts de leurs clients : la brièveté de l'opération leur permet de conserver leur argent liquide. Or, dans la dernière semaine de juillet, les guichets de tous les établissements de crédit et des banques étaient assaillis par une nuée de clients qui réclamaient leurs dépôts, les remboursements dépassaient 500 millions par jour, ces grands reporteurs étaient décidés à retirer leurs capitaux et se trouvaient par là même dans l'impossibilité de prêter au marché un concours indispensable. D'où, le 29, l'ajournement de la liquidation qui entraînait celui du retrait des capitaux placés en report ; d'où, le 31, pour les commerçants, un moratorium des effets de commerce; d'où, le 1^{er} août, pour les banquiers, un moratorium des dépôts.

Engagé dans la voie de l'ajournement de toutes les difficultés, le Gouvernement ne pouvait plus s'arrêter et il demanda au Parlement dans la séance historique du 4 août, le vote d'urgence d'un projet de loi qui lui permettait de suspendre par décret l'effet des obligations civiles et commerciales. Ce projet devint la loi du 5 août qui arrêta en quelque sorte la vie économique de la nation.

Nous ne rechercherons pas si c'est bien l'ajournement de la liquidation, et par suite l'impossibilité pour les banques de retirer leurs fonds placés en reports, qui a entraîné les moratoria subséquents. Engagés dans l'arbitraire, gouvernement et financiers ne pouvaient résoudre que par l'arbitraire. Il serait donc inopérant de blâmer les solutions ultérieurement adoptées, qui ont été d'ailleurs inspirées par un égal esprit de conciliation. Les trop nombreux abus que les individus ont commis plus

tard à l'abri des dispositions moratoires ont simplement justifié cette opinion du juriste Ihering que « sympathiser avec le débiteur est le signe le plus patent de la faiblesse d'une époque ». Qu'il nous soit permis toutefois de constater que notre marché national n'a pas pu résister au choc et d'en attribuer la cause à nos mauvaises habitudes en matière de spéculation — de jeu plutôt — favorisées par la faiblesse de notre législation.

On sait que d'après l'article 1^{er} de la loi du 28 mars 1885 : « Tous marchés à terme sur effets publics et autres, tous marchés à livrer sur denrées et marchandises sont reconnus légaux. Nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui en résultent, se prévaloir de l'article 1965 du Code civil, lors même qu'ils se résoudraient par le paiement d'une simple différence. »

ART. 2. — « Les articles 421 et 422 du Code pénal sont abrogés. »

Suivent en outre dans l'article 3 l'abrogation de différentes dispositions, d'anciens arrêts du Conseil ou de textes de la période révolutionnaire.

Ainsi donc, la loi du 28 mars 1885 établit une présomption de validité en faveur de tous les marchés à terme, y compris ceux qui se soldent par différences, et contre cette présomption l'exception de jeu de l'article 1965 du Code civil ne peut plus être opposée.

D'autre part, les achats et ventes à découvert ont été dorénavant licites. Avant 1885, ces opérations étaient frappées doublement. En premier lieu, l'arrêt du 27 prairial an X, s'inspirant des mesures qu'un arrêt du Conseil en date du 24 septembre 1724 avait prises contre les spéculations malheureuses consécutives au système de Law, obligeait les agents de change à être nantis, au moment où

ils passaient un marché, des effets à vendre ou des sommes destinées au paiement des achats : « Chaque agent de change, *devant avoir reçu de ses clients les effets qu'il vend ou les sommes nécessaires pour payer ceux qu'il achète*, est responsable de la livraison et du paiement de ce qu'il aura vendu et acheté ». (Arrêté du 27 prairial an X, art. 13.)

Les mots en italique ont été supprimés par la loi de 1885.

En second lieu, les articles 421 et 422 du Code pénal, abrogés maintenant, frappaient la vente à découvert, à titre de pari, de pénalités de prison (un mois à un an) et d'amende (500 à 10.000 francs).

Aucune catastrophe n'avait permis de juger la loi de 1885 lorsque les événements de 1914 ont prouvé que le législateur contemporain a été mal inspiré en tenant pour vaines les expériences du passé.

Nous sommes de ceux qui estiment qu'il y a lieu de distinguer les marchés qui se résolvent par simples différences, qui ne sont que du jeu, du pari, des marchés à terme qui se traduisent par des livraisons effectives et qui en servant de frein aux mouvements exagérés, soit de hausse, soit de baisse, ont une importance jugée jusqu'à présent capitale pour le crédit public. Leur utilité même serait accrue si les usages autorisaient les liquidations à 3, 6 ou 9 mois comme dans les Bourses de marchandises. On pourrait dire alors que les spéculateurs concourent à l'équilibre du marché, que leurs opérations sont fondées sur des prévisions, qu'elles sont une des conceptions les plus élevées de l'intelligence économique. Peut-on réellement soutenir que le marché à terme, tel qu'il est pratiqué communément à la Bourse et tel qu'il se pratiquera

sans doute encore longtemps, soit utile à la vie financière du pays ? Le terme actuel étant de 15 jours, un mois au plus (1), peut-on dire que le problème que le spéculateur se pose est fondé sur des visions de l'avenir ? Cela serait vrai si dans l'intervalle qui sépare deux liquidations, une entreprise avait le temps de prospérer ou de périliter ; mais, dans la réalité, son évolution est le fait non d'une position de bourse, mais de sa direction, de circonstances extérieures, d'inventions, toutes choses qui ne se règlent pas en quatre semaines. Il en est de même du crédit d'un Etat. Or, le joueur tel qu'il foisonne à la Bourse est peu clairvoyant, il ne juge jamais le fond des choses, il agit sur des impressions et des « tuyaux » plus que sur ses connaissances, il cède aux sollicitations d'un ami ou d'un remisier habile, ou bien il se laisse prendre aux réclames charlatanesques des maisons de contre-partie. Bien plus, il ignore le plus souvent l'objet et le but des opérations traitées par la Société dont les titres servent à ses combinaisons. Demandez-lui, par exemple, où gisent les mines du Rio, du Boléo ou celles de Harpen et comment se manifeste l'activité du Crédit foncier colonial ?

Puisque le marché du comptant seul est réputé ne pouvoir suffire, qu'il est, comme on dit, un marché étroit, qu'on n'y peut acheter ou vendre rapidement et sans influencer les cours des quantités de titres atteignant plusieurs milliers de francs de rente ou plusieurs dizaines de titres, le marché à terme s'impose. Le problème se trouve alors ramené à séparer la spéculation fondée sur

(1) Et encore, au parquet, le règlement de janvier 1920 a fixé des liquidations bi-mensuelles pour toutes les valeurs sans exception. (Voir page 193). En coulisse, les liquidations restent mensuelles.

des prévisions de la spéculation basée sur le hasard. Or, si le législateur ne se trouve pas en mesure d'imposer cette distinction, il serait désirable qu'on obligeât au moins les Bourses, qui sont des corps officiellement constitués, à faire leur police elles-mêmes.

On invoque, il est vrai, que les marchés par simples différences ont aussi un rôle utile dans le mécanisme économique d'un pays. Le fait même qu'ils se soldent par des différences leur permet de se multiplier jusqu'à l'infini ; par conséquent, ils élargissent le marché et lui impriment une extrême mobilité. Or, un marché très large et très mobile provoque, favorise, multiplie les transactions, toutes les transactions, même celles qui s'effectuent par livraisons effectives et on est toujours plus assuré de trouver sa contre-partie sur un marché souple et actif que sur un marché étroit et paresseux.

On ajoute qu'outre cette fonction de stimulation du marché, l'opération par simple différence tient un autre rôle : elle s'offre au spéculateur comme procédé pour neutraliser ses risques de perte sur une valeur par ses chances de gain sur une autre et cette opération elle-même, en réalisant une certaine équivalence d'offres et de demandes, tend à ramener l'équilibre des prix.

Mais, pour qu'ils rendent ce double service d'élargir le marché et de neutraliser les brusques sauts des cours, il faudrait que ces marchés fussent exclusivement réservés à des professionnels ou tout au moins à des gens capables de prévoir. Or, tel n'est plus le cas. Ceux qui alimentent ce marché ne sont plus comme jadis des capitalistes qui se livrent à de larges spéculations : ils ont été remplacés par la foule des petits spéculateurs dont les ressources sont infiniment plus restreintes. Ce changement

était inévitable du jour où des syndicats financiers se formèrent pour garantir les émissions publiques et où il était plus aisé de s'enrichir en prenant des participations qu'en achetant des titres à la Bourse. La fureur du jeu est telle que l'on voit des gens du monde, des médecins, des militaires ou des concierges faire des opérations sur n'importe quelle valeur que leur indique un journal de réclame financière. Le mal devient plus grave si par des fausses nouvelles on fait varier artificiellement les cours. Alors, la spéculation au lieu de prévoir les crises, ce qui est son véritable rôle, les provoque (1).

Et surtout, il ne faut pas perdre de vue que la fonction économique essentielle de la Bourse est, pour les temps de crise, de servir de réservoir pour des réalisations de ressources, fonction qu'elle ne peut exercer que si les opérations qui s'y traitent sont appuyées sur des capitaux réellement engagés.

Allons plus loin. Serait-il paradoxal de soutenir que la Bourse pourrait fort bien remplir sa fonction économique tout en étant amputée du marché à terme ? Non que nous soyons l'adversaire irréductible de la spéculation ou que nous ignorions que les combinaisons les plus insensées puissent s'échafauder sur le marché au comptant, nous ne le pensons pas. Le marché de New-York où les opérations à terme sont inconnues ne tombe pas, à notre connaissance, d'inanition ; il est au contraire un des plus spéculatifs. Le marché de Paris lui-même a pu vivoter pendant la guerre sans le terme, de même que le porte-

(1) Un nouvel enseignement nous a été donné par la crise de mai-juin 1920, causée pour une part par l'imprévoyance des intermédiaires qui ne firent pas respecter les règles du marché au comptant.

feuille français, aidé il est vrai par une inflation excessive de la circulation fiduciaire, a gaillardement absorbé sans lui une quantité imposante de milliards de rentes et de titres industriels, réduisant ainsi à néant le grand argument économique en faveur du marché à terme, à savoir qu'avec la combinaison des reports, il facilite le classement des grands emprunts d'Etats qui, avant d'être absorbés par l'épargne et définitivement classés, font l'objet de transactions plus ou moins longues sur le marché à terme.

Outre que la guerre vient de donner un démenti éclatant à cette théorie, que l'on pouvait considérer exacte jusqu'alors, mais qui tend à devenir fausse pour les raisons que nous avons exposées aux pages 23 et 24, nous estimons que dans l'état de la mentalité publique qui a tendance à considérer le budget plus comme un compte courant à crédit illimité que comme un état de prévisions de dépenses et de recettes qui doit se balancer, soutenue par des représentants qui veulent ignorer les réalités économiques et se complaisent dans la fiction monétaire, faiblement contrariée par un gouvernement qui n'ose se dérober aux services nouveaux dont on le pousse à se charger, il n'y a aucun intérêt pour le crédit public à faciliter à cet enfant prodigue qui se nomme l'Etat, le classement de ses emprunts. C'est l'engager à des dépenses qui le conduiraient fatalement soit à la banqueroute, soit à la perception d'impôts qui ne pourraient être supportés par le pays (1).

Rien n'empêcherait d'ailleurs de conserver les opé-

(1) Lire à ce sujet, dans les grands quotidiens, la déclaration solennelle faite en avril 1919 des contrôleurs des Contributions directes par laquelle « ils dégagent leur responsabilité en ce qui touche la non-application des nouvelles lois fiscales ».

rations à terme dans des conditions qui représenteraient ce qu'on peut appeler « le comptant différé » c'est-à-dire qu'on ne vendrait à terme que pour le compte de ceux qui feraient la preuve qu'ils seront en état de livrer les titres à l'échéance et qu'on n'achèterait à terme que pour le compte de ceux qui feraient la preuve qu'ils auront l'argent nécessaire pour lever les titres.

L'exposé des motifs du projet de loi sur les douzièmes provisoires de 1915 par M. Ribot, ministre des Finances, montre bien, dans sa modération, la fragilité de finances étayées sur la spéculation (1) :

« En attendant que la liquidation puisse se faire, les acheteurs à terme et les agents de change seront protégés, comme en Angleterre, contre une décision judiciaire. Mais cette garantie n'est que provisoire et sa durée dépendra, non seulement des circonstances qui pourront hâter ou retarder la liquidation, mais encore des efforts que les agents de change feront pour diminuer leur dette et celle des acheteurs à terme envers les reporteurs ou les vendeurs à terme par des versements partiels. Les agents de change de Paris n'ont pas songé un seul instant à décliner les responsabilités si lourdes que la guerre fait peser sur eux. En leur donnant le temps nécessaire, on peut être assuré qu'ils tiendront leurs engagements et qu'ils sauveront l'honneur du grand marché financier de Paris.

« Nous aurons à examiner plus tard quelles mesures seront à prendre pour rendre à ce marché toute l'ampleur qu'il doit avoir par une modification bien étudiée de son organisation qui n'est plus — tout le monde le reconnaît — en rapport avec les nécessités présentes.

« Quant au marché libre des valeurs, plus atteint encore que le Parquet par la crise actuelle, il a besoin d'un peu plus de temps pour se reconnaître et pour se réorganiser en vue

(1) Le Temps du 19 déc. 1914 ; l'Economiste français, 26 déc. 1914.

d'obtenir de la Banque de France des facilités analogues à celles qui ont été consenties à la Compagnie des agents de change. Nous ne pouvons pas oublier les services qu'il a rendus et nous savons qu'il peut en rendre encore dans l'avenir, à condition de se mieux défendre contre certaines influences qui tendraient à s'emparer de lui. Aussi ne lui refuserons-nous pas les délais qui lui sont indispensables.

« La réouverture de la Bourse de Paris s'est faite le 7 décembre, pour les opérations au comptant, en attendant que le marché à terme puisse fonctionner de nouveau. »

Puis à une autre partie de cet exposé :

« Cet emprunt indispensable (l'emprunt 3 1/2 % de juillet 1914), on ne s'était résolu à le faire, pour une somme de 805 millions de francs, qu'à la veille de la déclaration de guerre, dans des conditions qui n'étaient pas très favorables. Le succès avait été grand si l'on en juge par le chiffre des souscriptions, qui atteignaient près de quarante fois le montant de cette somme à emprunter. Mais l'emprunt avait été, pour une forte part, *souscrit par les établissements de crédit et par les spéculateurs en Bourse*. Ceux-ci, sachant bien que leurs souscriptions seraient réduites, les avaient majorées dans la proportion nécessaire pour obtenir le chiffre auquel ils voulaient porter leurs engagements envers le Trésor. Au moment de la déclaration de guerre, l'emprunt *pesait*, en grande partie, sur des établissements de crédit ou sur des acheteurs à terme qui ont éprouvé des difficultés à se libérer.

« Les versements faits au Trésor sur l'emprunt s'élevaient, au 1^{er} septembre dernier, à la somme de 387 millions. Mais il était à craindre que beaucoup de souscripteurs ne fissent pas d'efforts pour libérer entièrement des titres dont la valeur était dépréciée par la perspective d'emprunts futurs qui pourraient être émis à un taux plus avantageux. Nous avons pensé qu'il était équitable et en même temps profitable aux intérêts du Trésor d'offrir, aux souscripteurs qui libéreraient leurs certificats provisoires suivant les termes fixés par un arrêté du Ministre des finances, l'avantage de pouvoir, lors des emprunts

à venir, échanger leurs certificats contre des titres de ces nouveaux emprunts, au prix d'émission du 3 1/2 %, c'est-à-dire à 91 francs, de sorte qu'ils n'auraient aucuné perte à subir. Cela n'était pas seulement une mesure de bienveillance envers les souscripteurs, c'était aussi une mesure de bonne politique de la part de l'Etat qui, ayant en perspective de grands emprunts à faire, a tout intérêt à s'attacher la clientèle qui a confiance en lui et qui, demain, lui apportera d'autant plus volontiers ses épargnes qu'il se sera montré à son égard plus équitable. »



Tant que les catastrophes restent individuelles, peu importe. Les ruinés ont la ressource d'imiter le consul romain, de retourner à la charrue et d'apporter ainsi leur concours à l'activité économique du pays. L'habileté du boursier consiste, on le sait, non à spéculer avec ses capitaux, mais avec ceux de ses semblables, à se faire rémunérer en cas de gain et à adresser ses condoléances en cas de perte. Tant pis pour les gogos. C'est une des formes du *struggle for life*, vieille comme le monde, stigmatisée dans cette formule lapidaire « la bêtise humaine donne une notion de l'infini ». Si nous avons fait le procès de la spéculation c'est qu'un précédent fâcheux, nuisible à la chose publique, a été créé en sa faveur en 1914 par pure mesure de politique. Nous avons en effet assisté à cette chose curieuse, celle de voir l'Etat dire à ses débiteurs : « Mes amis, vos prévisions de juillet ne se sont pas réalisées, la hausse sur laquelle vous comptiez et dont, en tout état de cause, je n'aurais pas profité, n'est pas venue, les temps pour vous sont durs, nous allons modifier votre contrat. Je ne rends pas l'argent, mais au lieu de vous servir un

intérêt de 3 1/2 %, ce qui ne répond plus au loyer actuel de l'argent, je vais vous donner un titre nouveau qui vous rapportera 5 % ». Nous pensons qu'il y a peu de fils de famille qui, à la conclusion d'une telle opération, n'eussent été nantis d'un conseil judiciaire.

Enfin, le sort de la civilisation se jouait en ce temps sur les bords de l'Yser, et cela valait bien une excuse.



Ces critiques ne sauraient atteindre la corporation des agents de change, qui n'a pas mesuré les sacrifices pour assurer la liquidation ultérieure des engagements. Le principe du monopole, basé sur la solidarité des titulaires des charges, solidarité au bénéfice du public, a affirmé, dans ces circonstances difficiles, ainsi que nous le verrons à propos de la liquidation de 1915, ses grands avantages. On ne saurait nier la réalité des faits.

Néanmoins, dans la chaude alerte de 1914, la Compagnie des agents de change aurait dû trouver elle-même des indications de réforme, indépendamment de la législation, la plupart du temps impuissante à refréner les excès. Avant le décret de réorganisation de 1898 qui a prescrit la solidarité des agents de change, les valeurs portées par la spéculation ne donnaient pas lieu en liquidation à un taux de report uniforme. Celui-ci variait selon la confiance qu'inspirait la valeur reportée ou l'importance des positions dont son marché était l'objet. Or, la solidarité imposée aux agents de change a eu pour résultat de fausser la nature des opérations à terme et des reports. Sachant qu'il était couvert non seulement par son agent de change, mais par la Compagnie tout entière, le capitaliste reporteur ne

s'est plus préoccupé de la destination de son argent. La qualité des titres employés en reports l'intéressait d'autant moins qu'il avait la certitude d'être remboursé de leur valeur à l'échéance convenue. Par suite, l'intérêt des reports avait une tendance de plus en plus marquée à se niveler ; il n'en coûtait pas plus de se faire reporter des positions sur des valeurs de second ou de troisième ordre que sur des valeurs de premier ordre. D'un autre côté, l'agent de change, assuré de trouver des concours pour reporter les positions de ses clients, acceptait des ordres sans prendre des garanties indispensables et notamment sans exiger une couverture suffisante.

Cette égalité de traitement au point de vue des taux des reports, d'une part, l'insuffisance de garanties, d'autre part, a ainsi favorisé la spéculation sur des titres de médiocre qualité et a contribué à laisser entre les mains des intermédiaires, au moment de l'ajournement de la liquidation du 31 juillet 1914, des valeurs indésirables.

Voilà deux points sur lesquels, par simple accord entre les intermédiaires et sans intervention législative, il peut être apporté des modifications fondamentales, appelées à rendre au marché à terme, si on le juge indispensable, son véritable rôle d'élargir le marché, d'établir son équilibre et non de le rompre.

DEUXIÈME PARTIE

DE LA RÉOUVERTURE DU MARCHÉ AU COMPTANT

(Décembre 1914)

A LA LIQUIDATION DU 30 SEPTEMBRE 1915

CHAPITRE PREMIER

Le Marché des Valeurs mobilières

NÉCESSITÉ DE ROUVRIR LA BOURSE DE PARIS. — LA RÉOUVERTURE DU MARCHÉ AU COMPTANT (7 DÉCEMBRE 1914). — RESTRICTION ET SURVEILLANCE DU MARCHÉ. — LOI DU 4 AVRIL 1915 PROTÉGEANT LES PORTEURS DE VALEURS MOBILIÈRES DÉPOSSÉDÉS POUR FAITS DE GUERRE. — LES TITRES DE RENTE FRANÇAISE PERDUS OU VOLÉS.

La fermeture de la Bourse de Paris, qui avait été provoquée par la raréfaction des cotations tombées à 34 le 1^{er} septembre quand la fortune des armes paraissait nous être défavorable, ne pouvait durer longtemps. Paris est en effet le centre naturel des affaires. Nombre de

particuliers pouvaient avoir besoin de réaliser des valeurs. Déjà des officines interlopes s'offraient à négocier des titres avec règlement immédiat, mais sans le contrôle précieux de la publicité, sauvegarde essentielle de transactions loyales, alors que la Bourse leur aurait permis de se procurer des fonds sans grands dérangements, sans incertitude ni lenteurs.

Plusieurs Bourses de province continuaient de fonctionner, celle de Lyon, celles aussi de Marseille, de Toulouse et de Bordeaux. Or, ces Bourses ont surtout un caractère régional pour la négociation de valeurs spéciales. Elles étaient un terrain mal préparé pour les transactions en valeurs générales. L'expérience a prouvé que les négociations y étaient malaisées et très restreintes et que les cours, d'une place à une autre, y offraient le même jour des écarts souvent notables. Il était donc de l'intérêt du public de pouvoir s'adresser à une Bourse plus importante, mieux outillée, et, en quelque sorte, régulatrice.

Quant à l'intérêt du Trésor, il résidait dans la publicité des cours des titres qui le concernaient, dans une stabilité relative des cours de ces titres, dans la facilité de leurs négociations aussi amples que les circonstances le permettaient. C'étaient là les conditions essentielles au maintien de son crédit. Déjà M. Ribot, dans le préambule de deux décrets promulgués en septembre 1914 (1), s'étendait sur le besoin qu'avait le Trésor de se procurer des fonds autrement que par des emprunts à la Banque de France, notamment en obtenant le versement des termes à

(1) Arrêté relatif à la libération du 3 1/2 % amortissable et décret autorisant l'émission de bons du Trésor (11 et 13 septembre 1914). (*Journal officiel* des 12 et 14 septembre 1914.)

échoir sur le 3 1/2 amortissable nouveau et en écoulant des bons du Trésor, dits Bons de la Défense nationale.

Voici comment il s'exprimait : « Le Trésor a, dans les circonstances présentes, intérêt à faciliter la libération des souscripteurs en leur donnant les moyens de négocier leurs certificats à un taux qui ne soit pas trop défavorable ». Beaucoup de souscripteurs se trouvaient en effet dans l'impossibilité d'effectuer les versements (1), il fallait qu'ils négociassent leurs titres et ils ne le pouvaient faire amplement qu'à la Bourse de Paris. L'intérêt du Trésor était que ces rentes allassent aux mains de personnes plus solvables. De plus, la propagande des agents de change pouvait s'ajouter à celle des receveurs et percepteurs pour le placement des Bons de la Défense nationale.

Par contre, certains appréhendaient que la réouverture de la Bourse de Paris ne provoquât un fléchissement des cours d'un très grand nombre de valeurs, sinon de la généralité ; qu'il s'ensuivit des inconvénients divers ; que, en ce qui concerne les avances sur titres notamment, les établissements qui avaient consenti des avances ne récla-

(1) Pour les souscripteurs qui n'avaient pas usé de la faculté de se libérer entièrement au moment de la répartition avec une bonification d'intérêts, les versements avaient été fixés comme suit pour chaque somme de 7 francs de rente :

Le jour de la souscription, 1^{er} terme : 20 fr. ; à la répétition, 2^e terme : 42 fr. ; le 16 septembre 1914, 3^e terme : 60 fr. (scindé par le décret du 11 septembre 1914) : le 16 novembre 1914, 4^e terme et dernier : 60 fr. (scindé par le décret du 11 septembre 1914). Au total : 182 francs.

Les versements faits au Trésor sur l'emprunt s'élevaient, au 1^{er} septembre 1914, à la somme de 380 millions. Au 30 novembre, le montant total des versements était de 515.722.373 francs. (Exposé du projet de loi sur les douzièmes provisoires de 1915.) Dans l'exposé que fit M. Ribot, le 18 mars 1915, à la Chambre, de la situation financière, il déclara qu'il ne restait plus à verser que 22 millions pour libérer cet emprunt.

massent un complément de couverture, ce qui pouvait mettre dans l'embarras les débiteurs.

Quoiqu'il en soit, la réouverture de la Bourse fut fixée, par ordonnance du Préfet de Police, M. Laurent, en date du 27 novembre 1914, au lundi 7 décembre. La cote de ce jour-là contient une centaine de cours, alors que jadis il y en avait trois mille et davantage. La rente 3 % perpétuelle fit 72,50. Le dernier cours, 75 francs, remontait au 29 août. Il y eut une vingtaine de cours au marché en banque.

Mais, peu à peu, lors des jours suivants, les opérations prirent un certain développement. Certains groupes de valeurs — et en premier lieu les rentes françaises — eurent des échanges suivis. Les autres valeurs cotées qui, il est vrai, étaient loin d'être la majorité des valeurs admises à la cote, mais qui devenaient chaque jour un peu plus nombreuses, avaient, sans grande animation sans doute, ni grande ampleur, des cours relativement stables. Les principaux titres à revenu fixe étaient l'objet de cotations à peu près quotidiennes. Il devenait ainsi possible aux personnes qui avaient des besoins de fonds de réaliser quelques valeurs, sans recourir au concours onéreux d'intermédiaires offrant peu de surface et parfois aussi peu de loyauté.

Il est remarquable que la Bourse de Paris, située à 20 lieues du front, ait été la première Bourse d'Europe à rouvrir, devançant même celle de Londres (1).

Deux mesures prises en décembre et en janvier étaient

(1) On traitait toujours à la coulisse londonienne, mais le Stock Exchange, ou marché officiel, n'a été rouvert que le 4 janvier 1915. La liquidation précéda la réouverture.

de nature à dégager les affaires du désarroi où elles étaient plongées. En premier lieu, la question des reports et de la liquidation des opérations, sans être résolue, avait été amorcée par l'offre de paiement immédiat de 40 % des reports en cours. En second lieu, la suppression spontanée des moratoria dans les grands établissements de crédit et chez la généralité des banques notables.

Cependant, le marché à terme ne fut pas rouvert ; le marché au comptant seul fut le siège de négociations, raréfiées par la circonspection assez naturelle des capitalistes et par les mesures prises en vue de paralyser les négociations intéressant l'ennemi, qui pouvaient être proposées au marché français par la voie des pays neutres, notamment celles qui pouvaient avoir pour objet des titres volés au cours des pillages. De même, les ordres pouvaient émaner de nationaux désireux de procéder à des réalisations à n'importe quel prix. Il fallait donc intervenir pour empêcher, en l'absence de contre-parties, un déplacement excessif et visiblement injustifié des cours.

La restriction du marché eut pour conséquence d'en entraver le libre jeu. Si, dans un marché large, les donneurs d'ordre peuvent compter sur un réglage automatique résultant du concours des offres et des demandes, il n'en est pas de même quand les ordres sont peu nombreux et surtout quand leur exécution doit être soumise à une surveillance d'ordre public. Un certain nombre de ces ordres portait en outre sur des valeurs qui n'avaient fait l'objet d'aucune transaction depuis le début des hostilités : il s'agissait en quelque sorte de leur réintroduction à un nouveau taux de capitalisation. C'est pourquoi la Chambre syndicale — confirmant les avertissements donnés dès le début par les agents de change à leur clientèle — fit ulté-

rieurement figurer en tête de la cote officielle un avis aux termes duquel « l'exécution des ordres limités et non limités n'est pas garantie », ce qui excluait pour le donneur d'ordres la faculté de réclamer contre une non-exécution dans une séance où les cours cotés eussent en temps normal impliqué l'exécution nécessaire. Les Chambres syndicales des banquiers de la coulisse imitèrent, sur ce point, la Compagnie des agents de change.

La surveillance du marché n'eut pas seulement pour objet la tenue même des cours, elle assura également la mise en œuvre des restrictions concernant les titres émanant de l'étranger ou portant un timbre étranger. La France avait en effet à compter avec 10 ou 12 milliards, sinon plus, de titres qui se trouvaient en Belgique et dans nos départements du Nord envahis et occupés par l'Allemagne, lesquels titres pouvaient être dérobés. Aux restrictions apportées à la négociation des valeurs mobilières on peut donc rattacher la loi du 4 avril 1915 destinée à empêcher la vente des titres dont le propriétaire avait été dépossédé par suite de faits de guerre. Une simple lettre recommandée adressée à l'établissement débiteur et au syndicat des agents de change suffisait pour produire les effets des oppositions à paiement et à négociation, sauf aux intéressés à régulariser après la conclusion de la paix.

★
★ ★

La question des titres perdus ou volés avait déjà, dès le début du mois de décembre 1914, fait l'objet des préoccupations de l'Office national des valeurs mobilières (1). Il

(1) Devenu l'Association nationale des Porteurs français de valeurs mobilières, 5, rue Gaillon, à Paris.

lui était apparu que les porteurs dépossédés par suite de faits de guerre, tels que pillage, incendie, etc..., éprouvaient de grandes difficultés pour faire valoir leurs droits consacrés par les lois de 1872 et 1902. L'Office des valeurs mobilières réunit une commission composée de quelques membres de son conseil général, de professeurs à la Faculté de droit, de jurisconsultes et de praticiens, qui déposa les conclusions suivantes à l'attention du Gouvernement :

« 1° Les formalités prescrites par les lois précitées nécessitent des frais qui sont souvent trop onéreux pour les victimes de l'invasion, pour la plupart sans ressources. Déjà la Chambre syndicale des Agents de change, prenant l'initiative, a émis le vœu que l'acte d'huissier et le paiement de l'insertion au *Bulletin des oppositions* ne soient pas exigés lorsqu'il s'agit de dépossession par faits de guerre, et que l'opposition puisse être faite par simple lettre, sous réserve des attestations et légalisations nécessaires pour justifier que l'opposant est bien habitant des régions envahies. La Commission a décidé de se joindre à ce vœu et de l'appuyer auprès du Ministre ;

« 2° La loi fiscale interdit, sous des sanctions sévères, d'énoncer dans les actes d'opposition les numéros des valeurs sans reproduire les mentions du timbre apposé sur ces titres. Quand l'opposant ne peut fournir à cet égard les renseignements nécessaires, il est tenu de payer de nouveau le montant du timbre, sauf à demander la restitution postérieurement lorsqu'il peut justifier que les droits auraient été acquittés une première fois.

« D'une façon générale, on peut remarquer que l'application de cette disposition législative est fort difficile et rigoureuse lorsqu'il s'agit de titres qui ont disparu et ne peuvent être représentés à l'huissier chargé de dresser l'exploit. Les propriétaires de ces titres sont donc obligés de faire l'avance de sommes assez importantes ; ces considérations sont plus pressantes encore pendant la durée des hostilités.

« Aussi, la Commission a pensé qu'en attendant une étude plus approfondie d'une modification qui pourrait être utilement apportée à la législation actuelle, il convenait de demander au Ministre de vouloir bien donner à l'Administration de l'Enregistrement des instructions pour qu'il soit sursis provisoirement, pendant la durée des hostilités, à l'application rigoureuse de la loi fiscale. L'exécution pourrait en être facilement assurée plus tard, lors de l'acte de mainlevée, lorsque les titres rentreraient dans le patrimoine de leurs propriétaires légitimes.

« Enfin, la Commission s'est préoccupée d'autres questions d'ordre international pour la protection, à l'étranger, des porteurs de titres déposés. Ces questions fort délicates exigeront une étude et une discussion approfondies dont les résultats seront soumis, sous forme de vœu, à la bienveillante attention de MM. les ministres des Finances et des Affaires étrangères. »

Ces démarches aboutirent à un certain résultat, consigné dans la réponse ci-dessous du ministre des Finances faite à une question écrite que lui avait posée M. Pugliesi-Conti, député de la Seine.

Cette réponse fut insérée au *Journal Officiel* du 23 janvier 1915 :

« La question des mesures à prendre en vue de sauvegarder les intérêts des propriétaires de valeurs mobilières perdues ou volées pendant la durée de la guerre ne se pose pas en ce qui concerne les titres nominatifs, dont la forme seule est une garantie suffisante. Quant aux propriétaires de titres au porteur, ils ont à leur disposition la procédure instituée par la loi du 15 juin 1872, modifiée par celle du 8 février 1902, qui, comportant essentiellement une opposition par ministère d'huissier entre les mains du Syndicat des Agents de change, près la Bourse de Paris, et la publication au *Bulletin officiel des oppositions* des titres perdus ou volés, garantit aussi efficacement que possible les propriétaires contre une négociation

frauduleuse en France et leur permet d'obtenir des duplicata dans certaines conditions.

« Dans le but de réduire les frais des formalités prescrites, la Chambre syndicale des Agents de change a décidé, avec l'assentiment du ministre des Finances, que les oppositions intéressant les victimes de la guerre pourraient être faites par simple lettre et sans paiement du droit d'inscription au *Bulletin officiel*. Les oppositions ainsi pratiquées doivent être régularisées dans la forme habituelle à la fin de la guerre, mais un projet actuellement à l'étude leur conférerait au contraire un effet définitif.

« D'autre part, certaines facilités ont été accordées, au point de vue fiscal, aux intéressés, lorsqu'ils énonceraient des titres étrangers non abonnés dans les exploits d'opposition ou les déclarations de perte destinées à en tenir lieu, sans les indications relatives au paiement des droits de timbre. Dans ce cas, le recouvrement des droits et pénalités exigibles serait suspendu pendant la guerre et ne serait poursuivi qu'après la cessation des hostilités si, à ce moment, le porteur des titres ne pouvait justifier du paiement des droits de timbre.

« Enfin, la Chambre syndicale a décidé qu'aucun ordre de vente émanant des pays neutres ne serait exécuté avant livraison des titres et sans production d'un certificat délivré par le consul français de la ville où réside le donneur d'ordres et constatant que les titres appartiennent à une personne dont la nationalité n'est ni allemande, ni austro-hongroise, ni turque. Aucune vente ne sera effectuée sans que l'agent de change se soit assuré de l'identité du vendeur et des conditions dans lesquelles le titre se trouve en sa possession »

Ces facilités, accordées pour former opposition à la négociation des valeurs mobilières, ne tardèrent pas à produire leur effet. Le « Bulletin officiel des oppositions sur les titres au porteur » publié par le Syndicat des agents de change, et qui est quotidien, portait en tête des numéros des 25 et 26 janvier 1915 l'avis suivant : « En raison du nombre considérable des oppositions, le « Bulle-

tin officiel » ne pourra, pendant quelques jours, paraître in-extenso. Il ne sera publié jusqu'à nouvel ordre que les modifications quotidiennes. Prière de vouloir bien se reporter, pour avoir la liste complète des valeurs frappées d'opposition, au Bulletin n° 201 portant la date du 10 décembre 1914 ».

Si la circulation des titres au porteur pouvait être aisément arrêtée en France, par suite des facilités accordées pour former opposition, il restait la possibilité, pour celui qui s'était attribué la valeur, de la négocier sur une place étrangère. Cette négociation n'est pas valable au regard de la jurisprudence française si l'opposition a été régulièrement faite ; mais l'établissement débiteur *étranger*, lui, ne peut pas exciper de cette nullité ; aussi, était-il bon, pour le propriétaire français de titres *étrangers* dépossédé, de prendre des précautions contre la négociation de ces titres, non seulement dans le pays où les titres étaient originaires, mais encore dans le pays où le propriétaire croyait cette négociation possible. Or, ces précautions varient suivant les pays et les effets qu'elles comportent ne sont pas partout les mêmes (1).

★
★★

La Chambre des députés nomma une commission, M. Jules Roche déposa une proposition de loi et un rapport, et la loi sur la protection des propriétaires de valeurs mobilières dépossédés par faits de guerre dans les territoires occupés par l'ennemi fut donc votée le 4 avril 1915 et

(1) Voir à ce sujet un volume de 338 pages publié par l'Office national des valeurs mobilières.

promulguée au *Journal Officiel* du 7. Cette loi comme celle de 1872, n'avait son plein effet que pour les valeurs françaises, les lois françaises ne pouvant être obligatoires pour les Etats étrangers et pour les sociétés étrangères, sauf pour les opérations faites sur le territoire français. Exceptionnellement, elle établissait une procédure simplifiée ne s'appliquant qu'aux dépossessions résultant d'un événement de guerre.

Aux termes de cette loi, l'envoi d'une simple lettre recommandée suffisait, au lieu d'un exploit d'huissier, pour former opposition tant à l'établissement débiteur pour le paiement des coupons et le remboursement du capital, qu'à la Chambre syndicale des agents de change de Paris pour les opérations en France.

Pour obtenir la reprise du service des coupons, le propriétaire dépossédé devait, soit présenter un récépissé de dépôt délivré par la Banque dans laquelle il avait déposé ses titres, soit, si ceux-ci n'étaient pas en dépôt dans un établissement de crédit, produire à l'établissement débiteur une attestation motivée délivrée par le juge de paix de sa résidence actuelle auquel il avait à fournir les justifications de son droit de propriété ; sur le vu de l'expédition de cette attestation, les dividendes ou intérêts étaient payés au déclarant après trois mois écoulés depuis l'échéance de chaque coupon, si personne ne s'était présenté pendant ce délai comme propriétaire des titres ou coupons.

La procédure était également rendue plus rapide en ce qui concernait le paiement du capital et la délivrance d'un duplicata ; à cet effet, dans les six mois qui suivaient la cessation des hostilités, les propriétaires qui n'avaient pas retrouvé leurs titres devaient former une opposition con-

forme aux lois de 1872 et de 1902 ; dans le mois qui suivait l'expiration du délai ci-dessus, les numéros des titres frappés de cette opposition devaient être publiés dans un bulletin spécial par la Chambre syndicale des agents de change. Si, dans le délai de deux ans à partir de la publication de ce bulletin spécial, l'opposition ne fut pas contredite, le propriétaire put exiger de l'établissement débiteur soit le paiement du capital du titre devenu exigible, soit la remise d'un duplicata, et les titres primitifs furent frappés de déchéance. La date de cessation des hostilités ayant été fixée au 24 octobre 1919, le délai pour former opposition devait expirer le 24 avril suivant, si une loi du 28 mai 1920 ne l'avait prorogé jusqu'au 30 juin de la même année (1).

La perte des titres fut, en outre, considérée comme dommage de guerre et la réparation de ce dommage put être obtenue conformément aux dispositions de la loi du 17 avril 1919.



L'article 15 de la loi fondamentale du 15 juin 1872 exclut de ses dispositions les « rentes et autres titres *au porteur* émis par l'Etat, qui continuent à être régis par les lois, décrets et règlements en vigueur » et la loi de circonstance du 4 avril restait muette à ce sujet. Il en résulte que le propriétaire dépossédé de titres de cette nature, ne peut, en principe, ni mettre obstacle au paiement des sommes auxquelles ils donnent droit, ni obtenir que les tiers ou les représentants de l'Etat entre les

(1) Consulter également le décret du 19 octobre 1919. (*J. off.* du 22.)

maines desquels les titres viennent à être déposés en vue d'une opération, les retiennent, ni exiger le paiement des coupons et la délivrance de duplicatas selon les conditions prévues par le droit commun, ni défendre ses droits contre un tiers porteur de bonne foi autrement que dans la mesure où les dispositions des articles 2279 et 2280 du Code civil permettent de les sauvegarder.

A vrai dire, la rigueur de ce régime est atténuée. Le rentier, victime de perte ou de vol, est admis, moyennant une simple déclaration de perte adressée à la Direction de la dette inscrite, à faire obstacle aux opérations concernant ses titres qui seraient demandées au Trésor. C'est ce que rappelait un avis du ministre des Finances publié au *Journal Officiel* du 24 avril 1915. Le même mois la Compagnie des agents de change décidait de ne régler les clients vendeurs de titres au porteur de rentes françaises qu'après avoir fait vérifier au ministère des Finances si les titres n'étaient pas l'objet d'une déclaration de perte ou de vol de la part de propriétaires dépossédés par suite d'évènements de guerre.

Cette déclaration permet à l'intéressé d'obtenir une nouvelle inscription *au porteur* en déposant une caution en rente *nominative* égale, plus le montant des coupons attachés au titre. Le Trésor conserve ce titre nominatif, mais remet à l'intéressé un bordereau *annuel* avec lequel il peut toucher les arrérages. Au bout de vingt ans, s'il n'est intervenu aucune décision judiciaire qui ait statué sur la question de propriété des titres, le cautionnement est restitué. Le Trésor n'admettant pas les oppositions sur les rentes au porteur, il continue d'en payer les arrérages, mais il avise le déclarant des opérations dont l'inscription litigieuse est l'objet, et il appartient au propriétaire dépos-

sédé de revendiquer son titre entre les mains de celui qui le détient. Pour les coupons détachés, les formalités sont les mêmes, mais le cautionnement est restitué au bout de cinq ans seulement ; il peut même n'en être pas déposé, mais, en ce cas, les coupons perdus ne sont payés qu'au bout de cinq années.

Dans la pratique, les agents de change remettent toujours à l'acheteur un titre neuf ; il s'ensuit que la demande de délivrance de ce titre permet au Trésor d'informer le vendeur que son titre fait l'objet d'une déclaration de perte ; de là, naîtra donc entre l'auteur de la déclaration et le porteur actuel une contestation judiciaire à la suite de laquelle il apparaîtra à qui la propriété en appartient en réalité.

L'avantage pour le rentier réside en ce qu'il obtient immédiatement un titre qui lui permet de toucher ses arrérages dès que l'échéance arrive, alors que pour les autres valeurs, la loi de 1872 exige un délai d'un an, réduit à 3 mois par la loi de 1915. De même, la première de ces lois ne rend possible la délivrance d'un duplicata que dix ans après l'autorisation de toucher les intérêts, soit onze ans, et la seconde que deux ans après les six mois qui suivaient la cessation des hostilités (art. 8. 4°).

Par contre, la situation des porteurs de valeurs de bourse ordinaires est plus favorable parce qu'ils n'ont aucun cautionnement à fournir. Ils échappent donc à une obligation qui pouvait être fort lourde et fort difficile à remplir pour les rentiers qui étaient domiciliés dans les pays envahis. De plus, dès qu'ils ont obtenu les duplicatas de leurs titres ils peuvent en disposer à leur gré. Enfin et surtout, à partir du jour où les numéros des titres ont été publiés dans le « Bulletin des oppositions » per-

sonne ne peut acquérir sur ces titres un droit quelconque qui leur soit opposable. C'est particulièrement à ce point de vue que la situation des porteurs de rentes françaises est fâcheuse. Ils se trouvent, en effet, désarmés à l'égard des tiers acquéreurs de bonne foi, si l'acquisition a été faite au cours des trois années qui ont suivi la dépossession, soit à la Bourse, soit chez un banquier. En pareil cas, effectivement, l'article 2280 du Code civil autorise bien le propriétaire dépossédé à revendiquer ces titres, mais à la condition de payer au possesseur le montant de son acquisition, condition qui, particulièrement pendant la guerre, enlevait tout intérêt à l'exercice de l'action en revendication. Mais, s'il s'est écoulé plus de trois ans depuis la dépossession, la revendication n'est plus possible, même en remplissant cette condition, quelles que soient les circonstances qui ont accompagné l'acquisition des titres par leur possesseur actuel.

A la séance du Sénat du 1^{er} avril 1915 (1), M. Chastenet, rapporteur général, soutint que ce danger n'était pas à craindre, grâce à la pratique des agents de change, signalée plus haut, de ne délivrer que des titres neufs. Mais, outre qu'il y a des titres qui sont acquis sans l'intervention d'un agent de change, il n'est pas sûr qu'il y ait là une garantie sérieuse alors même qu'il s'agirait d'une acquisition faite en Bourse. En effet, il résulte des principes généraux et même de l'article 13 de la loi de 1872, quoiqu'il soit peu précis, que la propriété d'un titre est transmise à l'instant où son numéro est inscrit sur les registres de l'agent vendeur ; par conséquent, c'est avant qu'un nouveau titre ait été demandé au Trésor que l'ache-

(1) *Journ. offic.*, 2 avril, p. 162.

teur acquiert la propriété de l'inscription sur laquelle la négociation a porté. Et même, la connaissance que l'agent de change vendeur ou l'agent de change acheteur peut avoir de la déclaration de perte n'a d'autre effet que de faciliter au propriétaire dépossédé l'exercice du droit, si restreint, que l'article 2280 lui accorde.

La condition du porteur de titres de rentes françaises est donc, d'une manière générale, désavantageuse. Les raisons qui motivent un pareil état de choses ont été rappelées lors de la discussion devant le Sénat de la loi de 1915 par son rapporteur général, M. Chastenet, et par M. Ribot, ministre des Finances. Il y en a deux. Une raison de principe d'abord : si la portée des lois de 1872 et de 1915 était étendue aux rentes françaises, ces titres pourraient être frappés d'opposition, ce qui serait contraire aux dispositions des lois du 8 nivôse an VI, 22 floréal an VII (art. 7) et 17 janvier 1894 qui ont proclamé successivement leur insaisissabilité. La seconde raison est fondée sur des considérations de fait. M. Ribot a dit que les arrérages des rentes étant payables chez tous les trésoriers-payeurs généraux, receveurs particuliers et percepteurs, soit plus de cinq mille guichets, il ne serait pas possible de laisser aux rentiers la faculté de profiter de cette commodité, si nos percepteurs étaient obligés de consulter le véritable volume de toutes les oppositions, ou du moins ils ne les pourraient payer le jour de leur présentation (1).

La valeur de ces deux arguments a été contestée.

En ce qui concerne le premier, l'article 7 de la loi du

(1) Depuis, suivant arrêté du 6 janvier 1917 (*J. off.* du 7), le paiement des coupons des rentes françaises au porteur ou mixtes peut être demandé à tous les bureaux de poste.

22 floréal an VII s'exprime ainsi : « Il ne sera plus reçu à l'avenir d'opposition au paiement des arrérages de rentes, à l'exception de celle qui serait formée par le propriétaire de l'inscription ». Il est vrai qu'au moment où cette loi fut édictée il n'existait pas de titres de rentes au porteur ; mais la disposition de cette loi est formelle ; elle n'établit aucune distinction, et il n'existe aucun motif pour soustraire à son application les titres de ce genre. De plus, dans l'esprit de la loi, le privilège d'insaisissabilité accordé aux rentes françaises, privilège peu moral sans doute, mais très appréciable, a été édicté pour soustraire les porteurs de rentes aux atteintes de leurs créanciers, mais non pour entraîner leur spoliation en cas de perte ou de vol.

Quant au second, on rappelle ce qui se passe lorsque l'un de nous veut toucher le montant de coupons quelconques, fussent-ils détachés d'un titre de rente française. On les présente au guichet d'une banque, d'un établissement de crédit et immédiatement on en reçoit la valeur. Puis, s'il se trouve que l'un des coupons ait été détaché d'un titre frappé d'opposition, ou bien qu'un titre soit sorti à un tirage d'amortissement, l'établissement qui l'avait payé et qui se le voit retourner en réclame le remboursement à son client. Les agents de l'Etat, dit-on, pourraient effectuer également le paiement sur-le-champ sans même consulter la liste des titres frappés d'opposition, et si, plus tard, l'Administration de la Dette publique découvrait qu'un coupon n'aurait pas dû être payé, la personne qui en aurait reçu le montant serait invitée à le rembourser. Remboursement d'autant plus facile à obtenir que c'est uniquement dans les localités de faible importance, où chacun est connu, que les rentiers vont se faire payer

leurs coupons par le percepteur. Des justifications d'identité pourraient d'ailleurs être exigées des porteurs de coupons. Pour les coupons payés par l'intermédiaire des établissements de crédit, la situation de l'Etat serait encore meilleure, puisque dans le cas où, parmi ces coupons, il s'en trouverait qu'une opposition atteindrait, le risque à courir serait supporté par l'Etablissement qui en aurait avancé le montant.

Tels sont les arguments que certains faisaient valoir pour que les titres de rentes au porteur fussent soumis au régime du droit commun. Nous verrons qu'ils obtinrent, en partie, satisfaction avec la loi du 16 février 1917, applicable seulement aux faits de guerre. Les porteurs de rentes dépossédés conservèrent, de plus, le droit d'invoquer les dispositions de la loi du 17 avril 1919 sur les dommages de guerre (1).



A côté de ces mesures de protection de l'épargne qui avaient nécessairement pour résultat de rendre plus difficiles les opérations, il faut citer le retrait sur le marché financier de la majeure partie de l'emprunt 3 1/2 % amortissable. Le décret du 11 décembre 1914, qui avait établi que les porteurs dont les inscriptions auraient été libérées au 31 janvier 1915 pourraient les porter aux emprunts futurs au prix d'émission de 91 francs, devait débayer le marché et préparer utilement son retour à la

(1) Voir *l'Illustration économique et financière*, n°s des 6, 20 mars, 5 juin 1920 : « Les droits du propriétaire de titres détruits, perdus ou volés » et « Les droits des propriétaires de titres détruits, perdus ou volés par suite de faits de guerre ».

vie normale. C'était bien le moins qu'on pouvait demander à cette mesure coûteuse pour les finances publiques. Mais, avant de parler de la liquidation des opérations de fin juillet 1914 depuis longtemps réclamée, nous allons faire la comparaison des cours des principales valeurs cotées à Paris, au parquet ou en banque, en juin-juillet 1914 et à mi-septembre 1915, date du décret fixant la liquidation.

COMPARAISON DES COURS DES PRINCIPALES VALEURS EN
JUIN-JUILLET 1914 ET A MI-SEPTEMBRE 1915.

Plusieurs projets avaient vu le jour pour mettre fin à la situation créée par l'ajournement de la liquidation des opérations de bourse échéant à fin juillet 1914. Cette situation pesait sur le marché et le comprimait. L'un de ces projets était dû à un député, M. de Monzie ; il avait le tort de rejeter sur l'Etat le poids des pertes que la liquidation pouvait comporter. L'Etat avait bien assez de charges pour qu'on n'allât pas lui en ajouter de nouvelles. Il y avait, dans cette affaire, des corporations puissantes intéressées, qui ne se dérobaient pas à leur mission et auxquelles il était raisonnable d'accorder certaines facilités ; mais ce n'était pas à l'Etat de faire les frais et de subir les pertes de cette liquidation (1).

(1) Il y avait encore le projet de M. Perquel, entièrement basé sur l'intervention de la Banque de France avec la garantie de l'Etat et comportant trois opérations :

- 1^o La liquidation des valeurs du Parquet ;
- 2^o La liquidation du 3 % (avec cours de compensation fixé de manière à satisfaire acheteurs comme vendeurs en spéculation) ;
- 3^o La liquidation des valeurs du marché de banque.

En ce qui concerne le Parquet, la combinaison était basée sur l'es-

Avant d'examiner le projet adopté à ce sujet, il est instructif de faire la comparaison dont nous venons de parler qui montre que l'atténuation des écarts des cours sur laquelle on comptait plus d'un an auparavant ne s'était pas réalisée. Avec les dates de fin juin 1914 pour les rentes françaises et quelques exceptionnelles valeurs, comme les actions de nos grandes Compagnies de chemins de fer métropolitains, et le 15 juillet pour tous les autres titres, la comparaison s'établit avec une époque qui non seulement a précédé la guerre, mais même les bruits de guerre ; car, personne, avant le 15 juillet 1914, ne supposait que la guerre pût éclater prochainement : si l'assassinat de l'archiduc héritier d'Autriche est antérieur à ces dates (il est du 28 juin), l'ultimatum de l'Autriche à la Serbie leur est postérieur.

★
★★

FONDS PUBLICS

	Fin juin ou mi-juillet 1914	Mi-sep- tembre 1915	Ecart
3 % français perpétuel...	83 05	68 »	— 15 05
3 % français amortissable	87 »	75 »	— 12 »
Anglais 2 1/2.....	75 20	69 40	— 5 80
Argentin 5 % or 1909....	502 »	451 »	— 51 »
— 4 1/2 1911.....	89 40	85 »	— 4 40
Autrichien or 4 %.....	85 »	62 »	— 23 »

compte par la Banque de bons remboursables dans cinq ans, ce qui n'était pas conforme aux statuts de cette dernière.

Pour la coulisse, le projet n'indiquait pas sous quelle forme aurait été faite l'avance. Il y était parlé de titres remis en nantissement, mais on ne voyait pas s'il s'agissait de résidus d'émissions non placées ou de titres reportés.

A l'échéance, les bons auraient été remplacés par des obligations amortissables en vingt-cinq ans, qui n'auraient plus joui de la garantie de l'Etat, mais qui auraient été admis aux avances de la Banque.

	Fin juin ou mi-juill. 1914	Mi-septembre 1915	Ecart
Belge 3 % 1873-1909.....	76 50	63 »	— 13 50
Brésil 5 % funding 1898.	100 »	91 05	— 8 95
— 4 % 1889.....	72 20	52 50	— 19 70
— 4 % 1911.....	340 »	242 »	— 98 »
Chine 5 % 1911 or.....	480 »	420 »	— 60 »
— 5 % or 1913 (Réorg.)	476 »	443 »	— 33 »
Egypte unifiée.....	100 50	87 75	— 12 75
— privilégiée.....	91 30	76 80	— 14 50
Espagne 4 % extérieure..	87 70	88 »	+ 0 30
Hollande 3 %.....	78 »	85 »	+ 7 »
Hongrois 4 % or.....	80 50	62 »	— 18 50
Italien 3 1/2.....	94 75	76 »	— 18 75
Japon 5 % 1907.....	102 50	93 25	— 8 25
— 4 % 1910.....	84 »	75 50	— 8 50
— Bons Trés. 5 % 1913	508 »	493 »	— 15 »
Ottomane unifiée.....	81 10	61 »	— 20 10
Russie 4 % 1867.....	90 25	79 »	— 11 25
— 4 % 1893.....	86 75	74 50	— 12 25
— consol. 1 ^{er} et 2 ^e s.	87 25	74 15	— 13 10
— 5 % 1906.....	102 50	88 75	— 13 75
— 4 1/2 1909.....	98 60	78 05	— 20 55
Serbie 4 % 1895.....	76 50	61 80	— 14 70
— 5 % 1902.....	480 »	408 »	— 72 »
Suède 3 1/2 1904-1906....	83 »	76 75	— 6 25
— 3 1/2 différé 1907..	81 »	70 25	— 11 25
Suisse 3 % diff. (ch. fer)	395 »	384 »	— 11 »

On voit que le fléchissement sur la plupart des fonds publics était très fort à cette époque. Sauf quelques fonds neutres, comme l'Espagne qui conservait ses cours d'avant-guerre et la Hollande qui présentait une hausse de 9 %, la généralité des autres fonds, même des Etats non belligérants, se tassait de 8 à près de 30 %.

Parmi les belligérants, le Japon, qui était dans des conditions spéciales et ne ressentait que modérément l'influence de la guerre, ne voyait ses fonds perdre que de 3 à 10 %.

Quant à nos rentes perpétuelle et amortissable elles baissaient respectivement de 18 et 15 %.

★ ★

Passons maintenant aux principales obligations.

OBLIGATIONS DE LA VILLE DE PARIS ET DU CREDIT FONCIER

	Fin juin 1914	Mi-sept. 1915	Ecart
<i>Ville Paris :</i>	—	—	—
4 % 1875.....	517 »	490 »	— 27 »
Métropolitain 2 1/2 1904	383 »	324 50	— 58 50
— 2 3/4 1910	335 »	290 »	— 45 »
3 % 1910.....	362 »	305 »	— 57 »
3 % 1912.....	256 »	216 »	— 40 »
<i>Crédit foncier :</i>			
Foncières 1879 3 %....	490 »	475 »	— 15 »
Communales 1880 3 %.	492 »	470 »	— 22 »
Foncières 1909 3 %....	249 »	209 »	— 40 »
Communales 1912 3 %.	240 »	202 50	— 37 50
Foncières 1913 4 %....	485 »	421 »	— 64 »

Sur ces titres, tous à lots sauf le dernier, la baisse était de 3 à 5 % pour les émissions anciennes bien classées ; pour les émissions récentes moins bien classées et sur lesquelles même il restait des versements à effectuer, le recul allait jusqu'à près de 16 %, moindre toutefois que sur notre rente 3 % perpétuelle.

OBLIGATIONS DE CHEMINS DE FER FRANÇAIS

	Fin juin 1914	Mi-sept. 1915	Ecart
Est 4 %.....	497 »	435 »	— 62 »
— 3 % anc.....	423 »	358 »	— 65 »
— 3 % nouv.....	416 »	353 »	— 63 »
Lyon-Méd. 3 % fus. anc.	410 »	352 »	— 58 »
— 3 % fus. n ^{lle}	407 »	354 50	— 52 50
Midi 3 % anc.....	423 »	367 »	— 56 »
— 3 % nouv.....	420 »	368 50	— 51 50

	Fin juin 1914	Mi-sept. 1915	Ecart
Nord 4 %.....	506 »	430 »	— 76 »
— 3 % anc.....	428 »	354 50	— 73 50
— 3 % nouv.....	423 »	368 »	— 55 »
Orléans 4 %.....	495 »	442 »	— 53 »
— 3 % anc.....	422 »	376 »	— 46 »
— 3 % nouv.....	415 »	377 50	— 37 50
Ouest 3 % anc.....	422 »	389 50	— 32 50
— 3 % nouv.....	418 »	378 50	— 39 50
Bône-Guelma 3 %.....	401 »	350 »	— 51 »
Est algérien 3 %.....	401 »	348 »	— 53 »
Ouest algérien 3 %....	399 »	352 »	— 47 »

Pour les obligations de nos grandes Compagnies de chemins de fer, il s'agissait d'un total de placements qui, aux cours d'avant-guerre, représentaient une vingtaine de milliards environ.

La baisse sur ces titres variait de 7,7 à 17 % suivant les délais de remboursement des séries, plus longs pour les obligations Lyon et Midi, et aussi suivant les Compagnies, celles du Nord et de Lyon ne bénéficiant plus depuis le 31 décembre 1914 de la garantie d'intérêt. De même que pour les obligations de la Ville de Paris et du Crédit foncier, le recul était sensiblement moindre que celui de notre rente 3 % perpétuelle. Ainsi se confirme cette règle que l'amortissement a pour effet d'aimanter les cours d'une valeur vers son nominal, et ce, aussi bien dans les périodes de hausse que de baisse. C'est une règle qu'un capitaliste avisé ne doit pas perdre de vue.

OBLIGATIONS DE CHEMINS DE FER DE PAYS NEUTRES

	Fin juin 1914	Mi-sept. 1915	Ecart
Andalous 3 % 1 ^{re} sér. à rev. fixe	318 »	298 »	— 20 »
Nord de l'Espagne 3 % :			
1 ^{re} hypothèque.....	360 »	351 »	— 9 »
2 ^e hypothèque.....	354 »	336 »	— 18 »
3 ^e hypothèque.....	357 »	339 »	— 18 »

	Fin juin 1914	Mi-sept. 1915	Ecart
4 ^e hypothèque.....	350 »	330 »	— 20 »
<i>Asturies 3 % :</i>			
1 ^{re} hypothèque.....	352 »	358 »	+ 6 »
2 ^e hypothèque.....	345 »	337 »	— 8 »
3 ^e hypothèque.....	345 »	330 »	— 15 »
<i>Saragosse 3 % :</i>			
1 ^{re} hypothèque.....	355 »	345 »	— 10 »
2 ^e hypothèque.....	350 »	335 »	— 15 »
3 ^e hypothèque.....	345 »	330 »	— 15 »
Portugais 3 % à rev. fixe 1 ^{er} r.	285 »	290 »	+ 5 »
— 4 %.....	390 »	347 50	— 42 50
— 3 % à rev. variable	190 »	144 »	— 46 »
Central Pacific 4 % (E. U.)....	282 »	364 »	+ 82 »
Chicago Milwaukee 4 % (E. U.)	435 »	479 »	+ 44 »
New-York-New-Hav. 4 % (E. U.)	412 »	455 »	+ 43 »
Pensylvania 4 % (E. U.).....	460 »	490 »	+ 30 »
Santa-Fé 4 1/2 % (Argentine)	438 »	380 »	— 58 »

La baisse parmi les obligations des chemins de fer neutres était beaucoup plus faible que pour les titres similaires des Compagnies françaises. Parmi les titres espagnols, le recul variait entre 2,3 % et 6,2 %. On enregistrait même une légère hausse sur les Asturies 1^{re} hypothèque. L'obligation des chemins de fer de Santa-Fé fléchissait de 13 %.

La hausse sensible sur les obligations des chemins de fer des Etats-Unis provenait de l'opération de rachat faite par M. Ribot, pour le compte du Gouvernement français, à leur cours d'émission (respectivement 495 et 485) ou aux environs de ce cours des deux principales de ces obligations, la Pensylvania 3 3/4 et la Chicago Milwaukee 4 %. Ce rachat, qui ultérieurement devait être étendu à d'autres séries, donnait une impulsion aux autres principales obligations des Etats-Unis cotées sur notre place.

Voyons les actions de nos grandes compagnies de voies ferrées, qui furent le placement habituel de la bourgeoisie aisée et opulente jusque vers les dernières années du 19^e siècle. Depuis lors, ces titres exercent sur l'épargne nouvelle un moindre attrait. Entre les pouvoirs concédants et les entreprises concessionnaires il a existé jusqu'à ces derniers temps un désaccord fondamental dont le caractère était d'ordre social ; puis, les conditions d'exploitation de ces entreprises paraissent fixées et n'offrir plus grandes chances d'essor.

ACTIONS DES GRANDES COMPAGNIES DE CHEMINS DE FER
FRANÇAIS

	Fin juin 1914	Mi-sept. 1915	Ecart
Est	895 »	774 »	— 121 »
P.-L.-M.	1.235 »	1.030 »	— 205 »
Midi	1.110 »	950 »	— 160 »
Nord	1.725 »	1.225 »	— 500 »
Orléans	1.300 »	1.107 »	— 193 »
Ouest	875 »	724 »	— 151 »
Bône-Guelma	656 »	515 »	— 141 »
Est-Algérien .	631 »	516 »	— 115 »
Ouest-Algér. .	631 »	490 »	— 141 »

Le fléchissement, variable, oscillait, en ce qui concernait les chemins de fer métropolitains, entre 13,6 % sur l'Est, 14,4 % et 14,8 % sur le Midi et l'Orléans, et un maximum de 29 % sur le Nord. Il était plus fort sur le Nord et sur le Lyon (16,5 %) parce que ces réseaux ne se trouvaient plus placés, depuis le 31 décembre 1914, sous le régime de la garantie d'intérêt. D'autre part, le réseau du Nord était en grande partie envahi et ne pouvait desservir les contrées industrielles et fort riches de plusieurs de nos départements et de la Belgique. Enfin, pour tous

les réseaux, des conditions d'exploitation ruineuses commençaient à se faire sentir.

★ ★

Si nous prenons les principales actions de chemins de fer neutres, nous constatons que les actions des trois chemins de fer espagnols, Andalous, Nord-Espagne et Saragosse ne baissaient que de 17 à 18 %. La réduction des dividendes de plus d'un tiers, imposée par les difficultés d'exploitation, était compensée en partie par une hausse du change de près de 12 %. Quant au seul chemin de fer américain coté à Paris, l'Atchison Topeka Santa-Fé, il bénéficiait d'une hausse de 85 francs, soit 16 %. La hausse du change américain lui était favorable en relevant le dividende de 13 à 14 %.

ACTIONS DE CHEMINS DE FER NEUTRES COTEES A PARIS

	Fin juin 1914	Mi-sept. 1915	Ecart
Andalous.....	310 »	254 »	— 56 »
Nord-Espagne	433 »	360 »	— 73 »
Saragosse.....	430 »	358 »	— 72 »
Atchison-Top. (E.-U.)	510 »	595 »	+ 85 »

★ ★

Faisons maintenant le même examen pour les actions de banque.

ACTIONS D'ETABLISSEMENTS DE CREDIT FRANÇAIS ET DE BANQUES FRANÇAISES

	Fin juin ou 15 juillet 1914	Mi-sep- tembre 1915	Ecart
Banque de France....	4.575 »	4.320 »	— 255 »
Banque de l'Algérie..	2.825 »	2.460 »	— 365 »
Crédit fonc ^r de France	890 »	629 »	— 261 »

	Fin juin ou 15 juillet 1914	Mi-septembre 1915	Ecart
Crédit lyonnais.....	1.555 »	885 »	— 670 »
Comptoir nat. d'esc ^{te} .	1.015 »	640 »	— 375 »
Société générale.....	755 »	490 »	— 265 »
Crédit industr. (libéré)	725 »	615 »	— 110 »
Banque de Paris et des Pays-Bas.....	1.385 »	790 »	— 595 »
Banque de l'Union pa- risienne.....	780 »	532 »	— 248 »
Compagnie algérienne	1.260 »	928 »	— 332 »
Crédit mobil ^r français	492 »	340 »	— 152 »

Sauf pour l'action de la Banque de France et dans une moindre mesure pour celle de la Banque de l'Algérie, sociétés qui se trouvent dans des conditions spéciales, le recul des actions des établissements de crédit et des principales banques françaises était très considérable : il se chiffrait rarement à moins de 30 à 35 %. Il faut dire que l'on avait avant la guerre surmené leurs cours qui se capitalisaient à 4 % ou même au-dessous. Ces sociétés traversaient deux années très peu productives, les années 1914 et 1915, et affectaient la totalité ou la presque totalité de leurs bénéfices aux amortissements indispensables de leur portefeuille.



ACTIONS DE SOCIÉTÉS DE CRÉDIT ÉTRANGÈRES

	15 juillet 1914	Mi-sept. 1915	Ecart
Banque nationale du Mexique	482 »	315 »	— 167 »
Banque russe du Commerce et de l'Industrie.....	807 »	497 »	— 310 »
Banque de l'Union (Moscou).	635 »	390 »	— 245 »
Banque impériale ottomane.	578 »	445 »	— 133 »
Crédit foncier égyptien.....	730 »	560 »	— 170 »
Crédit foncier franco-canadien	725 »	680 »	— 45 »

Sauf pour le Crédit foncier franco-canadien, non atteint par la guerre, le recul était également considérable. La généralité de ces Sociétés appartenait aux belligérants et celle qui ne s'y rattachait pas se trouvait dans une contrée retombée dans le chaos.

★
★★

ACTIONS DE SOCIÉTÉS IMMOBILIÈRES

	15 juill. 1914	Mi-sept. 1915	Ecart
Rente foncière.....	540 »	389 »	— 151 »
Immeubles de France	138 »	95 »	— 43 »

Ici nous trouvons les effets du moratorium sur les loyers et nous avons à compter avec les perspectives d'avenir en relèvements d'impôts. En raison de la hausse continue des loyers déjà avant la guerre, les actions de ces deux Sociétés, et particulièrement celles de la première, avaient fait l'objet en 1913 d'une spéculation tout à fait folle. On avait longtemps coté la Rente foncière, en 1913, aux environs de 1.000 francs. Cet engouement s'était d'ailleurs atténué avant même la guerre ; en 1915, la Bourse n'escomptait pas encore la crise de l'habitation.

★
★★

ACTIONS DE SOCIÉTÉS DE TRANSPORTS, DE GAZ ET D'ÉLECTRICITÉ

	15 juill. 1914	Mi-sept. 1915	Ecart
Omnibus.....	530 »	425 »	— 105 »
Voitures à Paris.....	185 »	144 »	— 41 »
Métropolitain.....	492 »	392 50	— 99 50
Nord-Sud.....	130 »	102 »	— 28 »
C ^{ie} Parisienne de Tramways	149 »	110 »	— 39 »
C ^{ie} G ^{ie} Franç ^{se} de Tramways	485 »	379 »	— 106 »

	15 juill. 1914	Mi-sept. 1915	Ecart
Actions de Suez.....	4.840 »	4.020 »	— 820 »
Gaz central (Lebon).....	1.540 »	1.293 »	— 247 »
Cie Paris. distrib. d'électricité	571 »	394 »	— 177 »
Société d'électricité de Paris	600 »	460 »	— 140 »
Cie générale d'électricité....	1.207 »	959 »	— 248 »
Forces motrices du Rhône..	580 »	540 »	— 40 »
Thomson-Houston.....	675 »	532 »	— 143 »
Azote et Forces hydrauliques de Norvège.....	278 »	287 »	+ 9 »

Ces valeurs subissaient l'ambiance générale et les capitalistes ne pouvaient que difficilement démêler leur situation présente et présumer leur situation future. La plupart de ces Sociétés exploitent des concessions avec des cahiers des charges qui ne leur donnent aucune liberté d'action et qui imposent l'homologation du pouvoir concédant pour des augmentations de tarifs. Elles se trouvaient entravées par la hausse déjà énorme, après une année de guerre, des matières premières, du charbon notamment, et elles n'avaient pas encore eu le temps de s'adapter, ou bien ne le pouvaient, aux fabrications rémunératrices intéressant la Défense nationale.



ACTIONS DE CHARBONNAGES FRANÇAIS

	15 juill. 1914	Mi-sept. 1915	Ecart
Béthune (50°).....	1.16 »	90 »	— 26 »
Courrières.....	1.735 »	1.720 »	— 15 »
Lens.....	1.350 »	975 »	— 375 »
Carmaux.....	2.638 »	2.610 »	— 28 »
Grand' Combe.....	2.073 »	2.101 »	+ 28 »

Le charbonnage de Béthune avait une partie de ses fosses occupée par l'ennemi, Lens était complètement dans

son territoire, quant à Courrières il extrayait partiellement. Les deux charbonnages méridionaux Carmaux (Tarn) et la Grand'Combe (Gard) profitaient plutôt de la situation.

★★

ACTIONS DE SOCIÉTÉS DE MINES MÉTALLIQUES ET DE CARRIÈRES,
DE SOCIÉTÉS MÉTALLURGIQUES ET INDUSTRIELLES

	Mi-juill. 1914	Mi-sept. 1915	Ecart
Mokta el Hadid (fer)....	2.191 »	1.665 »	— 526 »
Boléo (cuivre).....	672 »	585 »	— 87 »
Bor (cuivre).....	1.600 »	860 »	— 740 »
Rio-Tinto (cuivre).....	1.731 »	1.512 »	— 219 »
Aguilas (Plomb).....	103 »	67 »	— 36 »
Penarroya (plomb).....	1.383 »	1.305 »	— 78 »
Malfidano (zinc)	199 »	200 »	+ 1 »
Nickel	1.119 »	1.051 »	— 68 »
Gafsa (actions).....	870 »	685 »	— 185 »
Aciéries de France.....	650 »	673 »	+ 23 »
Châtillon-Commentry ...	2.094 »	1.880 »	— 214 »
Commentry-Fourchamb...	1.385 »	1.290 »	— 95 »
Creusot.....	1.920 »	1.940 »	+ 20 »
Marine et Homécourt....	1.724 »	1.725 »	+ 1 »
Société des Métaux.....	736 »	690 »	— 46 »
Briansk (Russie), priv....	397 »	299 »	— 98 »
Soc. centr. de dynamite.	745 »	708 »	— 37 »
Le Printemps, ord.....	360 »	296 »	— 64 »
Raffin. et sucr. Say, ord.	343 »	410 »	+ 67 »
Usines du Rhône, ord...	1.972 »	2.300 »	+ 328 »
Est-Asiatique danois	903 »	1.980 »	+ 1.077 »

Pour toutes ces valeurs, il ne s'agit plus de généralités, mais de cas d'espèces. Cette époque de civilisation mi-guerrière, mi-industrielle, commençait à leur être profitable. Les ateliers de toutes les sociétés métallurgiques, en tant qu'ils n'étaient pas situés dans la région occupée par l'ennemi, travaillaient très activement pour la Défense nationale. Les Sociétés de mines et de carrières devaient

profiter — bien que les résultats ne s'en fissent pas encore sentir sur les cours — des hauts prix des métaux, les Sociétés sucrières de ceux du sucre.



Il reste maintenant à parler du marché en banque, de la coulisse. Les événements de juillet 1914 l'avaient jeté dans un grand désarroi et il se trouvait, depuis cette date, passablement empêtré. Cependant, à la différence de ce qui s'est passé au parquet, on voit des hausses de groupes presque entiers, notamment sur les valeurs américaines pour lesquelles il s'était assez largement ouvert.

Chose imprévue, ce qui avait enlisé le marché en banque, ce furent les affaires qui s'y étaient traitées sur la valeur réputée la plus sérieuse et la plus stable : la rente française. Notamment sur l'emprunt 3 1/2 % amortissable de juillet 1914.

Cet emprunt, quarante fois souscrit, restera dans l'histoire financière comme le type de l'emprunt « bluff ». Ce malheureux emprunt émis à 91 francs tomba rapidement à 80 francs et il était impossible de faire rentrer la plupart des versements venant à échéance. Cela dura toute une série de mois, jusqu'à ce qu'on lui eût accordé la faculté d'échange. La coulisse s'en était gorgée à l'émission et elle ne pouvait ni en effectuer les versements, ni s'en débarrasser.

Il y a deux procédés, pratiqués ailleurs, que l'on aurait pu employer ou cumuler à l'émission : celui de donner un droit de préférence aux souscripteurs qui auraient libéré entièrement leurs titres, et celui d'accorder ce droit de préférence aux souscripteurs qui se

seraient engagés à bloquer leurs titres, c'est-à-dire à ne pas les vendre dans un délai donné. Dans ces conditions, l'emprunt n'aurait été sans doute souscrit que 3 ou 4 fois, mais il l'aurait été sérieusement.

Ces réflexions faites, nous donnons ci-dessous les cours des principales valeurs propres à la coulisse, sans commentaires, en raison de la nature plus hétérogène et plus spéculative de ce marché. Signalons toutefois le compartiment des actions de mines métalliques qui était le triomphe du marché en banque.

	Début juill. 1914	Mi-sept. 1915	Ecart
<i>Obligations :</i>			
Séville-Xérès roses.....	280 »	275 »	— 5 »
— grises à re- venu fixe.....	204 50	190 »	— 14 50
Séville-Xérès grises à re- venu variable.....	166 50	146 »	— 20 50
<i>Charbonnages :</i>			
Albi, actions.....	458 »	446 »	— 12 »
Blanzy.....	679 »	686 »	+ 7 »
Bruay.....	1.325 »	1.395 »	+ 70 »
Czéladz.....	2.295 »	1.705 »	— 590 »
Ekatérinowka.....	693 »	598 »	— 95 »
Pekin Syndicate (Shansi)	26 »	18 »	— 8 »
<i>Mines métalliques (1) :</i>			
Cape Copper (cuivre) ...	75 25	73 50	— 1 75
Catemu, privilégiée.....	685 »	645 »	— 40 »
Catemu, ord. (cuivre)..	42 50	48 50	+ 6 »

(1) Dans ce compartiment, les vieux titres, c'est-à-dire ceux qui représentent les vieilles mines réputées fort entamées, comme la Tharsis et la Cape Copper, ont faibli dans une certaine proportion. Par contre, les titres des mines jeunes, tout au moins les mines porphyriques américaines, ont considérablement monté. A noter que la Catemu (Chili) a son siège à Bruxelles et que ses fonds étaient immobilisés. La Vieille-Montagne, valeur de premier ordre, pâtissait de ce que ses principaux établissements sont en Belgique.

Début juill. 1914 Mi-sept. 1915 Ecart

Chino Copper (cuivre)...	209 »	265 50	+ 56 50
Ray Copper (cuivre).....	108 »	131 »	+ 23 »
Spassky Copper (cuivre).	68 25	56 »	— 12 25
Tharsis (cuivre).....	160 50	143 »	— 17 50
Miami Copper (cuivre)...	110 »	160 »	+ 50 »
Utah Copper (cuivre).....	300 »	393 50	+ 93 50
Vieille Montagne (zinc)..	881 »	600 »	— 281 »
Butte and Superior (zinc)	205 »	397 »	+ 192 »

Valeurs industrielles :

Dniéprovienne (Con. méc.)	3.245 »	2.035 »	— 1.210 »
Toula (Cartoucherie).....	1.034 »	1.037 »	+ 3 »
Saut-du-Tarn (Con. méc.)	560 »	535 »	— 25 »
Bakou (pétrole).....	1.685 »	1.140 »	— 545 »
Colombia (pétrole).....	1.700 »	955 »	— 745 »
Mexican Eagle (pétrole)..	52 »	39 »	— 13 »
Malacca, ord. (caoutchouc)	110 »	115 »	+ 5 »
Tapanelle (caoutchouc)..	102 »	125 »	+ 23 »

Diamants et or :

De Beers, ord.....	425 »	291 »	— 134 »
Brakpan.....	63 »	74 75	+ 11 75
Crown Mines.....	151 50	109 »	— 42 50
East Rand.....	42 50	32 50	— 10 »
Goldfields.....	55 »	34 50	— 20 50
Modderfontein B.....	115 »	160 »	+ 45 »
Rand Mines.....	151 50	118 »	— 33 50

★
★ ★

L'ordre chronologique que nous adoptons à l'avantage de fixer à chaque instant les données successives qui ont déterminé la mentalité d'une époque et les résolutions prises par ses dirigeants. Il nous oblige à constater que l'atténuation des écarts de cours sur lequel on comptait pour faciliter la liquidation ne s'était pas encore réalisée et que les financiers avaient vu trop court. Les rentes françaises qui supportaient la majeure partie de la spéculation et que pour cette raison nous devons prendre com-

me exemple voyaient leurs cours considérablement baisser ; et cette baisse ne fera que s'accroître au cours de la guerre :

	3 0/0 perpét. cpt.	3 0/0 amort. cpt.	3 1/2 0/0 am. lib. cpt.
30 juin 1914	83. »	87. »	»
29 juillet 1914	78. »	83.50	86.25
	à terme 77.25		à terme 85.75
28 ou 29 août 1914....	75. »	79.05	82. »
6 ou 7 décembre 1914.	72.50	74.50	86.50
1 ^{er} avril 1915	73.10	78.20	91.30
1 ^{er} juillet 1915	70.25	78.75	91.40
15 septembre 1915....	67.25	75. »	91.25 (1)

Ce n'est que plus tard, ainsi que nous le verrons plus loin, que l'inflation monétaire, produira ses effets et que nous enregistrerons un mouvement accentué et presque général de hausse en ce qui concerne les valeurs à revenu variable ou soumises à l'influence du change (2).

LE DÉCRET DU 15 SEPTEMBRE 1915 ET LA LIQUIDATION DU 30

Cependant la liquidation de juillet était depuis longtemps réclamée. Son programme fut réglé par le ministre des Finances, M. Ribot, par le nouveau syndic des agents

(1) Cette rente ne se traitait plus, depuis fin décembre 1914, qu'en titres libérés et les cours marqués s'entendent pour titres libérés avant le 1^{er} février 1915, c'est-à-dire admis à l'échange pour 91 francs. C'est ce qui explique la bonne tenue de cette rente quasi-inexistante.

(2) Les chiffres donnés dans les tableaux ci-dessus ont été relevés avec soin. Il ne faut voir que les résultats d'ensemble et ne comparer que deux époques pour chaque groupe de valeurs. Nombre de titres, pendant la première année de la guerre, ne furent cotés qu'à des intervalles éloignés et nous avons dû nous en référer, dans quelques cas, aux cours les plus rapprochés de notre base de comparaison (15 septembre).

de change. M. Pierrot Deseilligny, qui apporta à l'élaboration de la combinaison une activité nouvelle, et par le nouveau président du syndicat des banquiers en valeurs. M. Paureau.

La situation au mois de septembre 1915 permettait cette liquidation. Nous avons vu que le Trésor avait repris par voie d'échange la majeure partie des rentes 3 1/2 % amortissables. De plus, la Caisse des dépôts et consignations avait levé le flottant de la rente 3 % (1.500.000 fr. de rentes, soit 32 à 35 millions de capital) ; d'autre part, des liquidations avaient été effectuées par le comptant et les cours avaient baissé, si bien que la position de place était sensiblement réduite. Pour pouvoir faire face éventuellement à tous les besoins, la Chambre syndicale des agents de change se procura 75 millions par l'émission de bons à 6 % et la Banque de France porta à 250 millions le crédit de 200 millions déjà consenti au parquet en novembre 1914. Les agents obtinrent en outre une garantie éventuelle du Trésor, sous la forme de bons à 3 mois, qui lui permit de prêter son concours au marché libre (1). D'accord avec le ministre des Finances, la Compagnie des agents de change mit à la disposition du Syndicat des banquiers en valeurs, qui devait lui-même en prêter 5 à la coulisse des rentes, une somme de 35 millions dont elle se porta ducroire (2).

(1) « J'ai pris l'engagement de remettre des bons du Trésor sans intérêts pour une somme peu considérable : 50 millions et 35 millions d'autre part, à condition qu'ils seraient renouvelés tous les trois mois pendant deux ans. Je n'aurai pas un centime à décaisser. C'est une garantie sous forme tout à fait acceptable que le Trésor donne pour faciliter l'opération. » (*Discours de M. Ribot*, 23 septembre 1915 ; *Journal officiel* du lendemain, page 1472.)

(2) Les inconvénients nés du défaut de personnalité juridique de la

Le programme de la liquidation ayant été réglé, le ministre signa le 14 septembre 1915 le rapport et le décret suivants (1) :

« La liquidation des engagements à terme dans les Bourses de valeurs, restée en suspens depuis les derniers jours du mois de juillet 1914, va être opérée à la fin du présent mois.

« Le moment est donc venu de modifier le décret du 27 septembre 1914, qui a provisoirement interdit toutes demandes en paiement et toutes actions judiciaires relatives aux ventes et achats à terme, antérieurs au 4 août, de rentes, fonds d'Etats et autres valeurs mobilières, ainsi qu'aux opérations de report s'y rattachant.

« Si la situation actuelle ne permet pas d'imposer immédiatement le remboursement des sommes employées en reports, il est possible, tout au moins, de demander aux acheteurs qui ne sont ni mobilisés, ni habitants des régions envahies de payer les intérêts moratoires mis à leur charge par le décret du 27 septembre 1914 et de régler par acomptes successifs les différences résultant de la dépréciation des cours.

« Grâce à ces mesures et à celles qu'ont prises les agents de change de Paris, d'accord avec le ministre des Finances, pour rembourser les sommes employées en reports et faciliter aux parquets de province et aux banquiers du marché des valeurs le paiement des différences dont ils sont responsables, le marché va revenir peu à peu à une vie normale et reprendre le rôle important qui lui est dévolu dans la vie financière du pays. »

Décret:

« ARTICLE PREMIER. — Les intérêts moratoires dûs à rai-

coulisse furent solutionnés par la création d'une caisse de règlements sous forme de société anonyme.

En février 1920, on annonçait que le Syndicat s'était définitivement acquitté de cette dette. (*Le Rentier*, n° du 7 février 1920.)

(1) *Journal officiel* du 16.

son des opérations à terme effectuées dans les Bourses des valeurs et dont le règlement a été ajourné seront exigibles à partir du 4 octobre prochain.

« ART. 2. — Les différences dues à la suite de la liquidation qui aura lieu à la fin du présent mois seront payables, savoir : 10 % le jour des règlements de ladite liquidation et 10 % les jours des règlements des liquidations de fin octobre 1915 à fin juin 1916.

« Quant aux différences qui seront dues à la suite des liquidations postérieures à celles de la fin de septembre, elles seront exigibles lors de ces liquidations, conformément aux règlements en vigueur.

« ART. 3. — Les débiteurs pourront, conformément à l'article 1244, § 2 du Code civil, obtenir des délais supplémentaires. Le président du tribunal civil statuera par ordonnance de référé, exécutoire nonobstant appel.

« ART. 4. — Les sommes dues de la fin d'octobre 1915 à la fin de juin 1916, ainsi que celles pour lesquelles des délais supplémentaires auront été accordés par le président du tribunal civil, seront augmentées d'intérêts moratoires à raison de 6 % par an.

« ART. 5. — Les dispositions de l'article 69 du décret du 7 octobre 1890 seront applicables aux débiteurs qui n'auront pas rempli les obligations résultant des articles ci-dessus.

« ART. 6. — Sont suspendues provisoirement toutes demandes en paiement à l'égard des débiteurs présents sous les drapeaux ou habitant des portions du territoire envahi.

« ART. 7. — Sous réserve des dispositions ci-dessus concernant le paiement des intérêts moratoires et des différences, demeurent provisoirement suspendues, sauf à l'égard des sujets des nations ennemies, toutes demandes en paiement et toutes actions judiciaires relatives aux ventes et achats antérieurs à la publication du présent décret, de rentes, fonds d'Etats et autres valeurs mobilières, ainsi qu'aux opérations de report s'y rattachant.

« ART. 8. — Le Garde des sceaux, ministre de la Justice,

et le ministre des Finances, sont chargés, chacun en ce qui le concerne, de l'exécution du présent décret, qui sera publié au *Journal officiel* et inséré au *Bulletin des lois*. » (1)

Le décret avait pour effet de faire établir les cours de compensation le 30 septembre, qui devaient servir de base pour le calcul des différences dues *entre* les cours de compensation de la dernière liquidation ou ceux des opérations faites entre cette date et la fermeture du marché à terme en 1914 et les cours de compensation qui furent fixés.

Les comptes ainsi établis présentèrent un solde débiteur ou créditeur selon les cas, résultant des différences des cours et du calcul des intérêts moratoires — sans comprendre en principe aucune écriture résultant de mouvements de titres (levée des titres achetés, livraison des titres vendus) — les positions et les reports restant moratoriés. Il s'ensuivit que les mouvements de titres ne furent que facultatifs et n'eurent lieu que si les parties en présence étaient en état de procéder à cette opération, le droit d'escompte restant suspendu.

Les clients dont les comptes furent débiteurs, s'ils ne pouvaient régler de suite leurs différences, intégralement, purent invoquer le moratorium, et, dans ce cas, furent tenus de payer le jour des règlements de la liquidation de fin septembre : 1° la totalité des intérêts moratoires ; 2° le dixième des différences qu'ils devaient. Ils furent tenus ensuite de payer chaque dixième de leur dette de mois en mois de sorte que celle-ci se trouvât éteinte au plus tard

(1) A la différence du décret de 1914, ce décret, ainsi que le rapport, ne porte pas le contreseing du président du Conseil des ministres. Voir à ce sujet page 139.

à la fin du mois de juin 1916 ; les sommes restant ainsi dues furent grevées d'un intérêt de 6 % l'an jusqu'au jour de leur règlement.

Moyennant le règlement du débit dans les conditions ci-dessus indiquées et des comptes de liquidation qui suivirent celui du 30 septembre, aux dates usuelles, les clients furent en droit d'exiger de leurs courtiers le maintien intégral de leurs positions.

Par contre, le défaut de paiement de leur part donnait, en principe, aux courtiers le droit de les liquider. Cette liquidation était effectuée à partir du jour où le règlement devait intervenir, et cela, selon les possibilités du marché, pour se poursuivre, s'il y avait lieu, dans les séances ultérieures de Bourse jusqu'à la disparition totale des engagements.



Les agents de change ne se prévalurent pas du moratorium et lorsque le 30 septembre 1915 ils offrirent le remboursement de leurs fonds aux reporteurs, ceux-ci en profitèrent peu. Il advint le même phénomène que lorsque les banquiers au mois de décembre 1914 renoncèrent à se prévaloir du moratorium des dépôts : les retraits cessèrent et les versements reprirent. La Chambre syndicale n'emprunta pas un centime à la Banque de France, ne se servit pas des Bons de la Défense nationale mis à sa disposition et n'usa que partiellement des disponibilités créées par l'émission de ses Bons 6 % (1).

(1) Conformément à la faculté qu'elle s'est réservée, lors de l'émission, de rembourser par anticipation, la Compagnie des Agents de change a amorti, le 1^{er} septembre 1920, 40.000 bons sur 75.000.

Il importe de remarquer que les agents de change, ayant levé les titres des reporteurs, étaient, pour ces mêmes titres, reporteurs de leurs clients acheteurs. La Chambre syndicale, faisant l'office d'un agent de change supplémentaire, était reporteur de l'agent de change, lui-même reporteur de son client, cela pour sauvegarder la défense faite par l'article 85 du Code de commerce à l'agent de se porter contre-partie de sa clientèle.

Par contre, les 35 millions prêtés au Syndicat des banquiers en valeurs ne lui permirent pas de prendre livraison des titres livrés par les reporteurs, en d'autres termes d'offrir aux reporteurs la possibilité de retirer leurs capitaux. Acheteurs et vendeurs furent reportés de mois en mois. Cette somme ne permit à la coulisse que de payer les différences dues aux créiteurs. Pour lui permettre de lever les titres, 160 millions environ lui auraient été nécessaires. Or, sur les 35 il lui fallait déjà prélever 4.300.000 francs pour la coulisse des rentes.

Cette somme était elle-même insuffisante à cette dernière pour le paiement intégral des différences qui lui étaient dues et dont elle ne pouvait légalement prétendre au paiement par sa clientèle acheteur. Mais comment payer les créiteurs si les clients débiteurs ne payaient pas et ne pouvaient être contraints de payer. Les coulissiers furent donc obligés de fixer un cours de compensation faisant ressortir des différences égales au montant exact de ce qu'ils pouvaient payer (1). Ils décidèrent que la livraison des titres ne serait acceptée de la part des

(1) Alors que les agents de change et les banquiers en valeurs avaient besoin de numéraire pour lever en liquidation les titres que devaient livrer les reporteurs et vendeurs, les coulissiers en rente avaient

vendeurs que s'ils pouvaient justifier d'une possession effective, par bordereau d'agent de change, antérieure au 24 juillet 1914, dernier jour du marché à terme en coulisse. Quant aux autres opérations, elle furent toutes liquidées au cours de 79 fr. 85 (dernier cours coté le 24 juillet 1914) contre 66 fr. 50 au Parquet. Si le cours de 66 fr. 50 avait été adopté à la coulisse, on a calculé qu'un acheteur de 3.000 francs de rente 3 % à 82 fr. 50 (cours moyen vers fin juin 1914) aurait perdu, déduction faite des coupons portés à son crédit, mais imputation faite à son débit des intérêts moratoires, la somme de 27.812 francs. Un tel écart dans les cours ne permettait pas à la coulisse d'assurer le paiement intégral des différences, dont les courtiers sont responsables. C'est ce qui explique ce cours arbitraire de francs 79,85.

La différence des cours de compensation fixés au parquet et en coulisse pour la liquidation des rentes françaises eut des conséquences évidemment singulières. Les spéculateurs qui avaient acheté au Parquet et vendu en Coulisse dans les séances qui précédèrent la guerre se trouvèrent dans la situation suivante : ayant fait leurs deux opérations aux environs du cours de 82 francs par exemple, ils se virent liquider au parquet par une revente au cours de 66 fr. 50, d'où une perte de 15 fr. 50 par 3 francs de rente, tandis qu'en coulisse on les liquidait par un rachat à 79 fr. 85, cours de compensation fixé par la coulisse, soit un écart de 2 fr. 15 seulement. Perte sèche : 13 fr. 35.

besoin de fonds uniquement pour régler les différences. Il n'y a pas, au sein du groupe de la coulisse des rentes, de livraisons de titres. Celles-ci sont effectuées au Parquet, que les coulissiers utilisent comme un réservoir pour lever ou un déversoir pour livrer.

C'est dans ces conditions qu'une série de procès s'engagèrent devant le Tribunal de Commerce de la Seine, les clients spéculateurs ayant protesté contre l'application des deux décisions de la coulisse (possession effective des titres, cours de compensation arbitraire) qui, disaient-ils, pouvaient engager les banquiers entre eux, mais ne devaient lier les parties étrangères à la Chambre de compensation. Leurs réclamations furent écartées (1). En effet, les opérations en coulisse sur la rente française sont simplement tolérées et elles ont toujours eu le sort que ce mot entraîne en droit. Les litiges nés de l'état de tolérance n'ont point d'accès au prétoire. Spécialement les opérations en coulisse des rentes violent l'article 76 du Code de commerce et la sanction de cet article consiste en un refus d'action au demandeur. La nullité des opérations étant d'ordre public, devait être relevée d'office par le juge. (Cass. civ., 21 mars 1893. D. P. 94.1.9. Paris, 5 mai 1894. D. P. 95.2.441. Cass. Req., 9 décembre 1895. D. P. 97.1.104. Cass. civ., 15 mars 1899. D. P. 99.1.313) (2).

Les reports s'effectuèrent de quinzaine en quinzaine ou de mois en mois, suivant les cas, au Parquet, de mois en mois en coulisse des valeurs, mais en coulisse des rentes il n'y eut plus de reports : le cours de compensation fut un cours de liquidation.



Nous donnons maintenant ci-dessous les cours de compensation des principales valeurs aux liquidations

(1) Jugement du Tribunal de Commerce de la Seine du 11 janv. 1916.

(2) Voir *Cote de la Bourse et de la Banque*, nos des 27 octobre 1915, 14 janvier 1916.

précédant la guerre, à la liquidation de 1915 (1) et, par anticipation, aux liquidations des positions moratoriées du 15 avril 1920 au Parquet et du 30 en Coullisse, qui passèrent presque inaperçues.

PARQUET

	Liquidation		
	Précéd.	30 sept. 15	15 avril 20
3 % perpétuel.....	83 05	66 50	57 »
Espagne extér. 4 %..	87 70	87 50	229 »
Italien 3 1/2.....	94 75	79 »	»
Russe cons., 1 ^{re} et 2 ^e s.	87 25	70 95	40 65
Serbie 4 % 1895.....	76 50	60 70	50 »
Turc unifié 4 %.....	81 10	60 »	86 45
Argentin 4 1/2 1911..	89 40	84 50	161 »
Banque de France....	4.575 »	4.165 »	5.400 »
Crédit fonc. de France	890 »	629 »	875 »
Banque de Paris et des Pays-Bas.....	1.385 »	805 »	1.735 »
Crédit lyonnais.....	1.555 »	905 »	1.735 »
Société générale.....	755 »	490 »	773 »
Compt. nation. d'esc ^{te}	1.015 »	655 »	1.130 »
Crédit mobilier.....	492 »	337 »	579 »
Banque russe du Com- merce et de l'Indust.	807 »	505 »	650 »
Rente foncière.....	540 »	375 »	1.170 »
Suez.....	4.840 »	4.000 »	8.000 »
Thomson-Houston....	675 »	525 »	1.055 »
Omnibus.....	520 »	420 »	625 »
Métropolitain	492 »	393 »	390 »
Electricité de Paris...	600 »	445 »	470 »
Ateliers du Nord et de l'Est (Jeumont).	389 »	225 »	470 »
Soc. cent. de dynamite	745 »	708 »	1.135 »
Le Printemps, ord....	360 »	310 »	740 »
Raffineries Say, ord...	343 »	401 »	1.330 »
Est-asiatique danois ..	903 »	2.605 »	»

(1) Pour la liste complète, consulter *l'Economiste français*, nos des 9 et 16 octobre 1915.

	Liquidation		
	Précéd.	30 sept. 15	15 avril 20
Azote et Forces hydr.			
de Norvège.....	278 »	289 »	1.000 »
Est.....	895 »	750 »	680 »
Lyon.....	1.235 »	1.010 »	810 »
Midi.....	1.110 »	945 »	780 »
Nord.....	1.725 »	1.210 »	1.110 »
Orléans	1.300 »	1.100 »	930 »
Andalous.....	310 »	250 »	726 »
Atchison Topeka.....	510 »	600 »	»
Rio Tinto.....	1.720 »	1.490 »	2.270 »
Boléo.....	668 »	563 »	1.210 »
Penarroya.....	1.385 »	1.305 »	2.250 »

MARCHE EN BANQUE

	Liquidation		
	Précéd.	30 sept. 15	30 avril 20
Argent 5 % 1905...	81 »	88 »	»
Brésil 5 % 1895.....	86 60	68 »	136 »
Espagne 4 % intér...	79 »	80 »	176 »
Harpener.....	1.315 »	1.190 »	600 »
Cape Copper.....	75 »	72 »	90 »
Chino Copper	203 »	260 »	570 »
Ray Copper.....	103 »	130 »	276 »
Spassky Copper.....	66 »	54 »	66 »
Tharsis.....	158 »	142 »	212 »
Miami Copper.....	110 »	152 »	390 »
Utah Copper.....	291 »	390 »	1.170 »
Butte and Superior..	203 »	420 »	396 »
Sosnowice (tubes)....	676 »	348 »	508 »
Toula (Cartoucherie)..	1.000 »	1.040 »	680 »
Bakou.....	1.665 »	1.200 »	5.000 »
Mexican Eagle, ord...	51 »	40 »	620 »
Malacca, ord.....	102 »	96 »	308 »
De Beers, ord.....	408 »	290 »	1.650 »
Crown Mines.....	151 »	108 »	192 »
East Rand.....	42 »	34 »	30 »
Goldfields.....	55 »	34 »	102 »
Modderfontein.....	114 »	154 »	422 »
Rand Mines.....	151 »	116 »	200 »

QUESTIONS SOULEVÉES PAR L'APPLICATION DU DÉCRET DU
15 SEPTEMBRE 1915. ARRÊT DU CONSEIL D'ÉTAT DU
7 MAI 1920.

Question de la validité du décret lui-même:

Le décret du 15 septembre 1915 fit l'objet d'un recours en annulation, le 22 du même mois, par le même auteur que celui du recours contre le décret du 27 septembre 1914 (1).

Les moyens invoqués furent les suivants : inobservation des formes substantielles prescrites par la loi, détournement de pouvoirs, incompétence.

I. INOBSERVATION DES FORMES SUBSTANTIELLES PRESCRITES PAR LA LOI. — *Contrairement aux dispositions de l'article 2 de la loi du 5 août 1914, ce décret n'aurait pas été pris en Conseil des Ministres.*

Il est vrai que tel qu'il fut publié au Journal Officiel du 16 septembre, ce décret n'indiquait pas qu'il eût été pris en Conseil des Ministres. Mais, on a fait remarquer que ce n'était qu'une omission purement matérielle, rapportée par un erratum publié au Journal Officiel du lendemain, 17 septembre, p. 6611, et qu'il importe peu qu'à la différence du précédent décret du 27 septembre 1914 il n'ait pas été rendu sur le rapport du Président du Conseil, aucune disposition de la loi ne subordonnant sa validité à l'accomplissement de cette formalité.

D'autre part, on a signalé que par suite de cette recti-

(1) Page 47.

fication en date du 17, le décret s'était trouvé régulièrement publié avant le dépôt du recours qui ne fut formé que le 22.

II. DÉTOURNEMENT DE POUVOIRS. — Quant au fond, le décret attaqué aurait été entaché d'un détournement de pouvoirs. L'article 2 de la loi du 5 août 1914 n'aurait donné au Gouvernement le pouvoir de légiférer par décret que pour faciliter l'exécution ou même suspendre les effets des obligations commerciales ou civiles. Il ne lui aurait donc permis que de décréter un moratorium ; il ne l'aurait pas autorisé à le supprimer. Or, le décret du 15 septembre 1915 aurait supprimé presque complètement le moratorium de Bourse.

Au point de vue doctrinal, il faudrait d'abord rechercher si le recours pour excès de pouvoirs ou détournement de pouvoirs, admis contre les décrets portant règlement d'administration publique, était recevable contre les décrets rendus en vertu de la délégation générale conférée au Gouvernement par l'article 2 de la loi du 5 août 1914.

D'un autre point de vue, si l'on envisage l'esprit de la loi, il n'était pas douteux, d'une part, que du moment que le pouvoir exécutif était autorisé à édicter un moratorium en ce qui concernait les opérations à terme effectuées dans les Bourses de valeurs, il l'était également, par là même, à le supprimer en tout ou en partie.

Même quand la délégation conférée par une loi au Gouvernement ne l'autorise qu'à édicter, pour l'exécution des dispositions de celle-ci, un simple règlement d'administration publique, on est d'accord pour reconnaître que « son mandat n'est pas, en principe, épuisé par le premier règlement fait en exécution de cette loi ; qu'en effet, à moins d'exception résultant de l'objet même de la délégation

tion ou d'une disposition expresse de la loi, cette délégation comporte nécessairement le droit pour le Gouvernement d'apporter au règlement primitif les modifications que l'expérience ou des circonstances nouvelles ont révélé comme nécessaires pour l'exécution de cette loi. » (Conseil d'Etat, 6 décembre 1907, Leb., p. 914, et les conclusions de M. Tardieu).

A plus forte raison doit-il en être ainsi lorsque, comme dans le cas qui nous occupe, la délégation est générale et comporte non une seule mesure, mais une série de mesures, se modelant sur le développement des événements, soit en suspendant l'exécution de certaines obligations, soit au contraire en édictant le retour total ou partiel à l'application des règles du droit commun.

D'autre part, le texte même de la loi du 5 août portait bien que « le gouvernement est autorisé à prendre... toutes les mesures nécessaires pour faciliter l'exécution ou suspendre les effets des obligations... » Si le décret du 27 septembre 1914 rentrait dans le second objet de cette délégation, le décret du 15 septembre 1915 rentrait incontestablement dans le premier.

III. INCOMPÉTENCE. — *Enfin, d'après le recours, le décret attaqué aurait été entaché d'incompétence parce que, au moment où il fut rendu, la Chambre des députés était saisie d'une proposition de loi sur la liquidation des engagements à terme, déposée par M. de Monzie.*

On a répondu que, s'il allait de soi que la délégation donnée au Gouvernement par la loi du 5 août 1914 pouvait être mise à néant par une loi nouvelle, régulièrement votée et promulguée, il ne pouvait y être fait échec par le simple dépôt d'une proposition de loi émanant de l'initiative parlementaire.

★
★★

Avant que ne fut acquise définitivement la validité du décret, diverses questions furent posées.

1° Les restrictions mises au fonctionnement du marché à terme étaient-elles valables ?

2° Comment devaient se calculer les intérêts moratoires ?

3° Quid en cas de non-paiement des différences ?

4° Quelle était la situation des mobilisés, des habitants des régions envahies et des sujets des puissances ennemies ?

★
★★

Les restrictions mises au fonctionnement du marché à terme étaient-elles valables ?

Le marché à terme, ouvert à dater du 20 septembre 1915, est resté limité jusqu'au 2 janvier 1920 à la liquidation des opérations engagées, en vue de diminuer les positions et non de les augmenter. Ainsi qu'il était spécifié en haut et à droite de la première page de la Cote officielle, les cours cotés à terme concernaient uniquement la liquidation des opérations engagées.

Le ministre des Finances, lors de l'interpellation de Monzie le 23 septembre 1915, s'expliqua nettement à ce sujet :

« Je n'aurais pas consenti à rouvrir purement et simplement le marché à terme, ne voulant pas laisser la possibilité de fausser les cours.

« Nous rouvrons le marché à terme pour les opérations se

rapportant à la liquidation. Personne ne peut s'en plaindre. On a examiné la situation sous toutes ses formes. On ne fait grief aux intérêts de qui que ce soit, puisqu'on permet à l'argent de venir et qu'on ne permet pas aux titres de s'offrir pour des ventes nouvelles. Donc, on contribue plutôt à rehausser les cours qu'à les faire baisser et ce n'est certes pas l'acheteur qui pourra s'en plaindre. » (1)

Pour la liquidation, il était nécessaire de fixer les cours de compensation ; l'article 67 du décret du 7 octobre 1890 précise que le syndic ou un adjoint les établit « d'après les cours cotés le premier jour de la liquidation des différentes valeurs ». Le syndic se conforma à cette obligation pour toutes les valeurs ayant fait l'objet d'un cours ; pour celles qui n'avaient pas été cotées depuis un certain temps, il s'en rapporta aux derniers cours cotés au comptant. Ces cours paraissent avoir été fixés avec équité, ainsi qu'on peut s'en rendre compte en comparant sur les tableaux des pages précédentes les cours du 15 septembre et ceux de la liquidation. Il en fut de même au Syndicat des valeurs. Il n'y eut qu'à la Chambre de compensation des rentes françaises que le cours de compensation ou plutôt de liquidation fut arbitraire.

Il n'est pas douteux que la fermeture et la réouverture du marché, avec telle ou telle modalité, sont deux mesures qui peuvent être valablement prises par le Gouvernement en vertu des textes existants. Quant à la surveillance du marché, aux détails de sa tenue et à l'exécution des ordres, il est équitable et raisonnable de soutenir qu'il appartient au Syndic ou à ses Adjointes de les régler en vertu des pouvoirs généraux de surveillance et de contrôle

(1) Journal officiel du 24 septembre 1915, page 1471.

qu'il exerce dans l'intérêt du public sous l'autorité du ministre des Finances.

Les règles de police intérieure qui ont été suivies pendant la guerre étaient notamment commandées par l'incertitude de trouver des contreparties et le désir d'éviter des cours de surprise.



Calcul des intérêts moratoires.

A. EN CAS DE NON-PAIEMENT DES INTÉRÊTS MORATOIRES DÙS EN VERTU DU DÉCRET DU 27 SEPTEMBRE 1914, LA SOMME DUE DEVAIT-ELLE ÊTRE AUGMENTÉE D'INTÉRÊTS A 6 % ?

Il semble que non pour les raisons suivantes :

D'après l'article premier du décret de 1915, les intérêts à 5 % fixés par le décret précédent étaient exigibles en une fois à partir du 4 octobre 1915, soit en même temps que le règlement des premiers 10 % des différences de la liquidation (art. 2).

D'autre part, l'art. 4 stipulait que « les sommes dues de la fin d'octobre 1915 à la fin de juin 1916, ainsi que celles pour lesquelles des délais supplémentaires auront été accordés par le Président du Tribunal civil seront augmentées d'intérêts moratoires à raison de 6 % l'an. » Cette disposition ne visait que les comptes des différences en principal sur la position, lesquelles étaient exigibles en neuf termes à raison de 10 % à chaque échéance, une fois le premier terme du 4 octobre payé, et ne s'appliquait pas aux intérêts moratoires.

Il en résulta que si ces intérêts n'avaient pas été payés

à la date fixée, soit le 4 octobre 1915, ils ne portaient pas intérêt à 6 % et restaient soumis au droit commun pour le taux, la mise en demeure, etc... L'anatocisme ne se présume pas ; il doit être expressément stipulé ou imposé (art. 1154 C. civ.).

B. LES INTÉRÊTS SUR LES DIFFÉRENCES PAYABLES PAR DIXIÈMES ÉCHUES ET NON PAYÉES ÉTAIENT-ILS DÛS DE PLEIN DROIT JUSQU'AU RÈGLEMENT ?

Si nous nous reportons au même article 4 nous constatons qu'il frappait de plein droit les différences dues par dixièmes à dater de fin octobre 1915 jusqu'au jour des paiements. Selon l'ordre général des liquidations, les débiteurs doivent payer le 3^e jour de bourse du mois suivant.

En visant spécialement la date de fin octobre, le décret supposait que le premier dixième échu le 4 octobre avait été payé avant le 31 octobre ; s'il avait été payé avant cette date, il bénéficiait pour les intérêts, d'un délai de grâce ; mais, s'il n'avait été réglé qu'après le 31 octobre, il était passible des intérêts à partir du 5 octobre (en ce sens, Tribunal de Commerce de la Seine, 18 avril 1916, Droit financier 1916, p. 241).

Le décret du 15 septembre 1915 innovait donc en la matière des intérêts moratoires quant à la mise en demeure, quant au taux de l'intérêt et à son point de départ. S'il n'était pas en tous points favorable à l'acheteur, par contre, il permettait à ce dernier de s'acquitter chaque mois d'un dixième, moyennant intérêt à 6 %, et il lui étendait expressément dans son article 3 le bénéfice de l'article 1244, al. 2, du Code civil sur les délais de grâce. A remarquer que cette dernière disposition ne paraissait viser que le paiement des différences à dater de fin oc-

tobre 1915 et non des intérêts moratoires dûs en vertu du décret du 27 octobre 1914.

C. QUID DES INTÉRÊTS MORATOIRES DÛS SUR LES DIFFÉRENCES PROVENANT DES LIQUIDATIONS POSTÉRIEURES AU 30 SEPTEMBRE 1915 ?

Ce cas était prévu par l'article 2 : « Les différences... seront exigibles conformément aux règlements en vigueur. » Donc, pas de dispositions particulières à leur égard. Le droit commun leur était applicable quant au taux, au calcul et au mode de recouvrement des intérêts.

★
★ ★

Cas de non-paiement des différences

Selon l'article 5 du décret de 1915, il y avait lieu d'appliquer, sous réserve des dispositions de l'article 7, le droit commun et de procéder à l'exécution, selon la faculté donnée à l'agent de change par l'article 69 du décret du 7 octobre 1890. Spécialement, en ce qui concernait les couvertures, on devait décider que « l'agent de change avait le droit de les aliéner et de s'en appliquer le prix » selon les termes de l'article 61.

A l'égard des mobilisés et des habitants des régions envahies, il fallait dire que l'agent ne devait user du droit d'exécution non plus que réaliser la couverture.

★
★ ★

Situation des mobilisés et des habitants des régions envahies.

Toute action était suspendue à leur égard (art. 6). Si

l'on s'en tient aux dispositions du décret, ces débiteurs devaient s'acquitter après la guerre : 1° de la totalité de leurs différences à fin septembre 1915 ; 2° des intérêts moratoires à 5 % jusqu'à l'époque fixée pour le règlement ; 3° des intérêts à 6 % pendant les délais de règlement ; 4° des différences dues à la suite des liquidations postérieures à fin septembre 1915.

Un arrêt de la Cour de Paris, en date du 18 janvier 1920, déclara que le moratorium n'avait pas interdit aux agents de change de liquider d'office pendant la guerre les positions spéculatives de leurs clients mobilisés. Elle estima que les décrets eurent seulement pour effet de suspendre les poursuites qui auraient pu être engagées contre les mobilisés pour le recouvrement des sommes dont ils restèrent débiteurs après la liquidation forcée.



Situation des sujets des puissances ennemies.

L'article 7 du décret stipulait : 1° que, sous réserve des dispositions concernant le paiement des intérêts moratoires et des différences, demeuraient provisoirement suspendues toutes demandes en paiement et toutes actions judiciaires relatives aux ventes et achats antérieurs à la publication du présent décret, de rentes, fonds d'Etat et autres valeurs mobilières, ainsi qu'aux opérations de report s'y rattachant ; 2° que cette suspension ne s'appliquait pas aux sujets des nations ennemies, c'est-à-dire, à la date du 15 septembre 1915, les Allemands, les Austro-Hongrois et les Ottomans.

Il faut d'abord rappeler le décret du 15 septembre 1915

qui se rattachait à une matière spéciale, du décret général du 27 septembre 1914 qui interdisait tout commerce avec les Austro-Allemands et prononçait la nullité de tout contrat passé avec eux, sans préjudice des peines ultérieurement édictées par la loi du 4 avril 1915 (1).

Les principes suivants se dégagent de ce rapprochement.

1° Le régime de faveur des paiements par dixièmes échelonnés de septembre 1915 à juin 1916 ne pouvait être invoqué par eux.

2° Quel que soit l'aspect juridique sous lequel on conçoit le report : prêt sur nantissement, vente véritable, vente à réméré ou contrat sui generis, pratiquement, en permettant de reculer sans cesse la réalisation d'un marché, il doit être envisagé comme un bénéfice en vue de la liquidation, principalement de celle que nous étudions, et comme une prolongation de rapports commerciaux. La liquidation immédiate paraissait donc, en droit strict, être la règle à l'égard des Austro-Allemands, puisque le maintien de la position d'un client ne peut être obtenu que par le report.

3° Aucune distinction n'étant faite dans les décrets de 1914 et de 1915, application devait en être faite à tous les sujets des empires d'Allemagne et d'Autriche-Hongrie : les Alsaciens-Lorrains, les Polonais et les Tchèques n'étaient pas exceptés.

4° Aucune interdiction de commerce avec les sujets Turcs ne résultant ni du décret général du 27 septembre

(1) Loi ayant pour objet de donner des sanctions pénales à l'interdiction faite aux Français d'entretenir des relations d'ordre économique avec les sujets d'une puissance ennemie.

1914, ni d'aucun décret postérieur, le maintien de leurs positions restait sans sanction.

5° Par contre, les Bulgares qui avaient été l'objet d'un décret spécial du 7 novembre 1915, les déclarant soumis aux dispositions du décret du 27 septembre 1914, étaient dans la même situation que les Austro-Allemands.

Ces règles générales posées, quelle était la portée des obligations de l'agent de change ou du coulissier en ce qui concernait la liquidation des positions de ces clients ?

Voici les conclusions de M^e Albert Salle :

« En premier lieu, il faut tenir compte de la nature particulière des marchés de Bourse, auxquels le droit créé par le décret du 27 septembre 1914 ne peut être appliqué qu'en tenant compte des nécessités de la pratique. Les marchés de Bourse, en effet, ne sont pas des contrats individuels, mais chaque marché se fonde dans un ensemble dont il dépend, de telle manière que sa liquidation particulière est soumise à la liquidation générale où il doit trouver sa contre-partie. Or, le décret du 15 septembre 1915 ayant suspendu toutes demandes en paiement et toutes actions judiciaires contre les Français, alliés ou neutres, il sera la plupart du temps très difficile, sinon impossible, de liquider la position d'un sujet d'une nation ennemie ; la nécessité imposera d'en faire le report. C'est d'ailleurs en tenant compte de cette nécessité que les séquestres spéciaux reçoivent mission de liquider s'il y a lieu et en tenant compte des possibilités du marché.

« En second lieu, il ne faut pas oublier que l'agent de change est du croire de son client : sa position doit donc être envisagée dans son ensemble et non pas seulement en tenant compte des possibilités de liquidation de telles ou telles opérations prises isolément. L'agent de change, qui doit couvrir son propre risque, a une certaine latitude pour apprécier l'opportunité du report ou de la liquidation de tout ou partie de la position.

« En troisième lieu, l'esprit même des décrets impose de

ne pas chercher, en reportant la position d'un client ennemi, à lui procurer un bénéfice incompatible avec la sauvegarde de nos intérêts de belligérants. Le report est, en lui-même, un contrat accessoire de règlement qui intervient ici d'office et sans participation directe du sujet ennemi, cocontractant malgré lui, soumis aux nécessités du marché et à l'intérêt de son intermédiaire. Ses ordres, exécutés avant la déclaration de guerre, avaient créé un état de droit et de fait ; il était devenu un débiteur à terme ; le report n'est que le moyen pratique, souvent indispensable, pour résoudre et liquider la série des opérations existantes. En ce sens, et pour reprendre les termes de la loi du 4 avril 1915, on ne peut pas dire que le report, qui n'est qu'un moyen de règlement, constitue la conclusion ou l'exécution d'un acte de commerce ou d'une convention.

« Enfin, la loi du 22 janvier 1916 (1) a créé une situation spéciale en obligeant tous les intermédiaires à faire la déclaration : 1° de toutes sommes dont ils pourraient être détenteurs pour compte des sujets des nations ennemies ; 2° de tous contrats conclus avec les mêmes avant la guerre. Cette déclaration n'est exigée que dans le cas où un séquestre spécial n'a pas été nommé ; elle doit aboutir à la nomination d'un séquestre avec pouvoirs particuliers de liquidation s'il y a lieu. La Compagnie des Agents de change s'est empressée de déférer aux prescriptions de la loi nouvelle et elle a signalé tous les cas d'application. Le Parquet a examiné les dossiers. Toutes les fois qu'il n'a pas cru devoir prendre d'initiative nouvelle et a laissé simplement l'agent de change séquestre général des fonds par lui détenus ou des positions en cours, on peut légitimement penser qu'il n'a pas entendu aboutir à une complète et immédiate liquidation, ni en faire surveiller l'exécution par un mandataire de son choix. C'est du moins en ce sens qu'on peut interpréter, en ce qui concerne les sujets des pays oppri-

(1) Loi relative à la déclaration des biens des sujets des puissances ennemies.

més par les Austro-Allemands, les circulaires du Garde des sceaux des 29 février et 11 mars 1916.

« En résumé, l'article 7 du décret de 1915 laisse à l'agent de change une certaine latitude. Toutes les fois que l'état du marché l'exige ou le justifie, toutes les fois qu'un intérêt évident le commande, l'agent peut prolonger par des reports successifs la position d'un sujet ennemi, soit de sa propre autorité, si aucun séquestre n'a été nommé, soit d'accord avec le séquestre, sans avoir à redouter ou de tomber sous la sanction de la loi du 4 avril 1915 ou d'encourir les reproches de la part du client reporté malgré lui. C'est affaire de discernement : la plus grande prudence s'impose, car il ne faut pas perdre le but, c'est-à-dire la liquidation de la position ; dans le doute, l'agent de change fera bien de provoquer la nomination d'un séquestre spécial. »

★
★

Ce ne fut que le 7 mai 1920 que le Conseil d'Etat rendit son arrêt sur le pourvoi intenté par le petit comité d'acheteurs, la très grande généralité de la clientèle et des intermédiaires s'étant conformée aux dispositions des décrets.

Sur le rapport de M. Porché, maître des requêtes, il rejeta le pourvoi par un arrêt dont nous reproduisons les principaux passages :

« Considérant que l'objet même de l'article 2 de la loi du 5 août 1914 a été de conférer au Gouvernement, à raison des circonstances exceptionnelles, le pouvoir d'édicter des dispositions dérogatives au droit commun, et qu'eu égard à la diversité et à la complexité des questions posées, le législateur a entendu laisser à l'autorité chargée de les résoudre la liberté d'appréciation la plus large en ce qui concerne les mesures à prendre et les modalités à leur donner, sous la seule réserve de n'agir que dans l'intérêt général ;

« Considérant qu'en décidant, à la suite de l'ajournement

de la liquidation des opérations à terme dans les Bourses de valeurs, que les acheteurs seraient tenus de plein droit d'intérêts moratoires à 5 %, le Gouvernement n'a point eu en vue, comme le souhaitait le requérant, de favoriser les vendeurs ; qu'il s'est uniquement proposé, tenant compte des usages en vigueur dans les Bourses, de concilier les divers intérêts en présence et de régler le plus équitablement possible les conséquences des retards imposés dans l'exécution des contrats ; qu'il suit de là que, tant dans ses termes que dans son esprit, le décret attaqué est conforme à l'intention qui a motivé la délégation contenue dans la loi du 5 août 1914... »

CHAPITRE II

Le Marché des Changes.

Nous avons vu que jusqu'à la fin de 1914 tous les changes nous furent favorables, sauf celui sur Amsterdam et celui sur l'Espagne, tous deux en légère prime. Mais, dès mars 1915, en présence de la prolongation de la guerre, un revirement se dessina. Au 1^{er} juin de la même année toutes les principales devises font prime. La couronne suédoise fait 1 1/2 à 2 % de prime, la livre sterling 2 3/4 %, la peseta espagnole environ 3 %, le florin hollandais également 3 %, le dollar 4 %, le franc suisse 4 1/2 % et le mouvement va en s'accroissant. Seuls, les cours de la lire italienne et du rouble russe sont en-dessous du pair, la première de 9 %, le second de 20 %.

Ce mouvement n'avait rien qui pût surprendre. Le total de nos achats à l'étranger commençait à atteindre des chiffres formidables dont les statistiques douanières ne donnent qu'une idée incomplète. Il fallait, en effet, appliquer aux chiffres publiés des correctifs pour tenir compte de la hausse croissante des prix. De plus, certains achats étaient déplacés. Ainsi, les blés que nous achetions

avant la guerre en Russie étaient autrefois payés au moyen d'une simple compensation avec les coupons que la Russie nous devait. Avec la guerre, il fallut acheter les blés ailleurs, en Amérique notamment, et les payer.

D'autre part, dès le début des hostilités, les touristes étrangers cessèrent de venir visiter la France. Nous rappelons que nombre de valeurs étrangères détenues dans les portefeuilles français cessèrent de payer leurs coupons et que nos exportations, du fait de la mobilisation et de l'invasion, se trouvaient réduites à un chiffre infime.

Cette question du change — extrêmement vaste — fut alors à l'ordre du jour chez les écrivains spécialisés en cette matière. La Société d'Economie politique lui consacra sa séance du 5 octobre 1915. A cette séance, où prirent part à la discussion MM. Fernand Maroni, Brizon, R.-G. Lévy, sir Thomas Barclay, Décamps, Neymarck, Manchez, Paul Leroy-Beaulieu, l'un des orateurs rappela que pour qu'un titre étranger puisse servir de gage à un prêt consenti par un pays étranger, il faut que ce titre soit *exportable et négociable* à l'étranger (1).

D'un autre côté, les représentants de la haute banque et des établissements de crédit, réunis le 1^{er} juillet 1915 sous la présidence du baron de Rothschild, adressèrent au gouvernement un mémoire relatif à l'idée qui avait été suggérée par le ministre des Finances de la création d'un bureau de change qui centraliserait les ressources et contrôlerait les ventes de manière à éviter certains abus possibles, la spéculation et les exportations de capitaux. Ce

(1) Le compte rendu de cette séance a été donné dans l'*Economiste français* du 30 octobre 1915.

mémoire, comme on peut le penser, était hostile à l'expérience de la monopolisation des changes.

Enfin, déjà le 7 mai 1915, à la Chambre des Députés, le ministre des Finances en parlant de la situation financière de la France fit allusion à la question des valeurs mobilières étrangères (1).

Quoiqu'il en soit, pendant la période que nous envisageons et du point de vue limité que nous nous sommes fixés, les mesures qui pratiquement furent prises se résument en peu de choses. Si nous consultons les rapports, en général très précieux, des conseils d'administration des grands établissements financiers sur l'exercice 1915, nous constatons que ceux de la Société Générale, du Comptoir national d'escompte de Paris, de la Banque de Paris et des Pays-Bas, du Crédit industriel et commercial, de la Banque française pour le commerce et l'industrie, ne parlent pas ou parlent peu de la question des titres étrangers.

Par contre, le rapport du Conseil d'administration du Crédit lyonnais à l'assemblée tenue le 15 avril 1916 est plus précis et résume de façon claire ce qui a été fait pendant cette période dans cet ordre d'idées. En voici un extrait :

« Jusqu'au début de 1915, les changes sont restés voisins du pair, et généralement favorables à la France, parce que nos capitalistes et nos banquiers rapatriaient les fonds qu'ils possédaient à l'étranger.

« A partir de février et de mai 1915, les cours ont haussé **rapidement**.

« Le paiement des coupons étrangers a contribué, dans une mesure importante, à réduire les inconvénients de cette

(1) *Journal officiel* du 8 mai 1915.

situation. Les versements que votre Société a effectué de ce chef, en 1915, atteignent un chiffre sensiblement supérieur au montant d'une année normale.

« Après avoir acheté des obligations américaines placées en France, le Trésor, en les revendant aux Etats-Unis, s'est procuré une somme importante qui a été consacrée à solder en partie le déficit de notre balance commerciale. Ce furent d'abord les titres 3 3/4 % Pensylvania et 4 % Chicago-Milwaukee, au placement desquels votre Société avait largement contribué. Pour la première fois, nous proposons un rachat à notre clientèle. Elle a répondu avec élan à notre appel. Sur 325.000 obligations Pensylvania rachetées à ce jour, nous en avons fourni plus de 155.000, et sur 311.000 obligations Chicago-Milwaukee, près de 140.000.

« Cette opération fut, par la suite, étendue avec un égal succès aux obligations New-York - New-Haven, Central Pacific, etc...

« Combien ne doit-on pas regretter que notre législation fiscale, si compliquée et si rigoureuse, ait pratiquement mis obstacle à l'émission d'un plus grand nombre de bonnes valeurs émises dans les pays neutres, et notamment dans l'Amérique du Nord ! »

A rapprocher de ce dernier alinéa, les expressions suivantes de M. Ribot à la séance du 7 mai 1915 :

« Pour percevoir plus rapidement l'impôt sur les valeurs mobilières, on avait l'ambition, on poursuivait ce but de franciser en quelque sorte tous les titres négociables à Paris, de les retenir, de leur enlever le caractère international, de façon qu'ils ne pussent pas échapper aux étreintes du fisc. C'est là une vue de fiscalité, ce n'est pas une vue de financier et d'économiste. Nous aurons à reprendre cette question très importante au point de vue de l'avenir de la Bourse de Paris. »

Le rapport présenté le 27 janvier 1916 à l'assemblée générale des actionnaires de la Banque de France est

suggestif par sa sobriété. Il se contente de mentionner ceci :

« A plusieurs reprises, nous avons attiré l'attention des pouvoirs publics sur l'intérêt que présenterait, au point de vue de nos règlements sur le marché de Londres, le rétablissement des opérations d'arbitrage entre le Stock Exchange et la Bourse de Paris. Nous avons exprimé le vœu que les porteurs français de valeurs internationales fussent admis à les négocier dans les Bourses anglaises, à charge de produire toutes justifications susceptibles d'empêcher des abus. La Chambre de commerce britannique de Paris a pris une délibération et fait des démarches dans le même sens. »

Le vœu de la Banque s'explique lorsqu'on se rappelle qu'à cette époque on ne pouvait négocier à la Bourse de Londres que les valeurs qui se trouvaient déposées en Angleterre avant le 30 septembre 1914.

Le laconisme de ce rapport est d'ailleurs tout à fait compréhensible. Cet établissement ne s'occupant, en dehors des émissions de l'Etat français, ni directement ni indirectement du placement des valeurs mobilières, il n'avait pas à se justifier auprès de sa clientèle. Le silence des rapports des autres banques s'explique par une raison tout autre : les portefeuilles français avaient été abreuvés par certaines d'entre elles de titres plus étranges qu'étrangers qui ne remplissaient pas les conditions nécessaires pour servir de gage à des prêts.

★
★★

On a pu remarquer, sur les tableaux que nous avons donnés dans les pages précédentes, la bonne tenue des cours des valeurs de certains pays neutres. Il était de plus

en plus manifeste que les nationaux de ces pays profitant de l'écart du change et de l'immunité d'impôts de leurs titres chez eux, rachetaient ces titres sur notre place, ce qui non seulement les soutenait, mais encore les poussait. Certains capitalistes français mêmes pouvaient prévoir une tension des changes de longue durée et d'une plus grande amplitude et la faire entrer en ligne de compte dans le taux de capitalisation de ces titres, lorsque leurs coupons sont stipulés payables au choix en plusieurs monnaies.

Voici un exemple très démonstratif du parallélisme qui existe entre les cours de bourse et les cours du change.

Le 22 octobre 1915, la rente hollandaise 3 % cotait à Amsterdam 72 3/4 et à la bourse de Paris 83,70 ; c'était un écart de 11 points ou de 15 % ; or, à cette date, le florin hollandais cotait à Paris 2 fr. 46 à 2 fr. 50, au lieu de 2 fr. 09 qui est le pair, soit 0 fr. 37 à 0 fr. 41 de prime ou 16 à 17 % ; l'écart des deux cours de la rente hollandaise, à Paris et à Amsterdam, correspondait à la prime du change dont jouissait le florin. L'acheteur hollandais ne payait, en réalité, le titre que 71 à 72 en monnaie hollandaise, ce qui lui procurait plus de 4 % de revenu net ; quant au vendeur français, au cours de 84, impôt français déduit et malgré la prime au change du coupon, il ne tirait pas 4 % du titre. Il en était approximativement de même pour les titres scandinaves ou suisses.

Ce synchronisme persistera pendant la durée de la guerre et même lui survivra. C'est ce que nous démontrerons dans notre troisième partie au moyen de graphiques d'ensemble se rapportant à toute la période des hostilités (page 339).

CHAPITRE III

La fin des « jours noirs ». **Le premier emprunt** **de la Défense nationale.**

L'important décret du 15 septembre 1915, qui devait permettre au marché de reprendre quelque peu, fit l'objet d'une interpellation à la Chambre des Députés à la séance du 23 du même mois (1). Des critiques de M. de Monzie, défenseur des acheteurs de la coulisse des rentes, et adversaire du monopole des agents de change, nous retenirons les points suivants.

M. de Monzie soutint qu'un texte régissait la situation, l'article 1657 du Code civil ainsi conçu : « en matière de vente des denrées et effets mobiliers, la résolution de la vente aura lieu de plein droit et sans sommation, au profit du vendeur, après l'expiration du terme convenu pour le retirement », et que ce n'était pas à l'acheteur, qui, indépendamment de lui, n'avait pu prendre livraison des

(1) *Journal officiel* du 24, p. 1462 et suiv.

titres, à se trouver à la merci du vendeur, surtout du vendeur à découvert.

D'autre part, il prétendait que le contrat du client expirait le 31 juillet 1914, qu'il n'était pas dans son intention de courir et de prolonger les risques au-delà du 31 juillet 1914 et qu'on ne pouvait lui imposer d'autres cours de compensation que ceux qu'auraient comporté cette liquidation, non ceux d'une époque où l'offre et la demande ne se rencontraient pas normalement. Pour l'ensemble des valeurs, selon son opinion, c'était la volonté seule de quelques-uns à laquelle devait se surajouter la décision du syndic des agents de change, qui allait fixer les cours de compensation.

L'honorable député fit également valoir à l'encontre de ce décret que le moratorium commercial n'était pas levé, exposa la situation des banquiers de province transmetteurs, en juillet 1914, d'ordres pour le compte de leurs clients et responsables vis-à-vis des intermédiaires, rappela l'emprunt de la Chambre syndicale en 1882 à la suite du krach de l'Union générale, et cita le précédent de M. Goudchaux qui, en 1848, intervint pour la fixation d'un cours de compensation liquidatif.

M. Ribot, après avoir condamné la politique commode de l'ajournement et de l'accumulation des difficultés jusqu'au jour de la paix, exposa dans quelles conditions avait pu se préparer la liquidation et à la suite de quelles négociations le marché officiel s'était mis d'accord avec le marché libre. Il déclara qu'il se refusait à intervenir dans le règlement des opérations de liquidation, soit pour fixer des cours arbitraires, soit pour rompre des contrats librement passés entre les intéressés et le ministre conclut en ces termes :

« Tout le monde dit que la liquidation était nécessaire, tout le monde reconnaît qu'elle était très difficile. Nous l'avons faite ; et si nous ne l'avions pas faite, bien d'autres reproches seraient portés contre nous. Rien n'est parfait dans ce monde, il n'y a pas d'œuvre qui ne mérite quelques critiques, surtout à une époque comme la nôtre. Vous êtes des hommes politiques et vous avez à juger si ces critiques sont telles qu'elles doivent entraîner la chute de l'œuvre elle-même. Nous la maintenons, non pas en plaidant des circonstances atténuantes, mais en disant que c'est une œuvre réfléchie, raisonnée, cohérente, se tenant dans toutes ses parties, bienfaisante, qu'on peut attaquer comme on peut attaquer tout, mais qui se défend par elle-même. »

L'interpellateur ne s'était pas trompé sur le prestige de la parole de M. Ribot : les explications de ce dernier furent adoptées par l'unanimité de la Chambre.

Il est certain que la liquidation, ayant pour condition une certaine modification du moratorium de la Bourse et de la mesure qui faisait obstacle à toute demande en justice d'exécution des contrats, devait léser certains intérêts respectables. Toutefois, les intermédiaires avaient avantage à ménager leur clientèle sérieuse pour ne pourchasser que leurs débiteurs de mauvaise foi. Au milieu de la mosaïque des moratoria, avec ou sans intérêts, qui ont paralysé la vie économique de la France pendant plus de cinq ans, habitué certains à porter atteinte à cette loi morale du respect des contrats et contribué à cet état de choses que l'on appelle communément « la vie chère », il était délicat de retoucher. Mais, en somme, la liquidation du 30 septembre 1915 fut œuvre utile. A chaque liquidation postérieure, les positions se dégagèrent quelque peu. La Bourse reprit sensiblement et nous verrons plus loin que nombre de valeurs atteignirent un cours égal ou supé-

rieur aux cours d'avant-guerre, ce qui permit aux spéculateurs de récupérer leurs pertes et même de se trouver en bénéfice. La Compagnie des agents de change elle-même, en se constituant reporteur de ses membres, eux-mêmes reporteurs de leurs clients, put bénéficier de la hausse de certaines valeurs. L'intérêt extralégal de 6 %, qui lui était accordé par l'article 4 du décret, correspondait déjà au taux des bons qu'elle avait émis et à celui des avances à la Banque de France si elle avait eu à utiliser le crédit qui lui était ouvert : elle ne perdait donc rien sur ce chapitre et recevait d'une main ce qu'elle était obligée de donner de l'autre. Mesure équitable, puisque l'agent de change n'est qu'un intermédiaire dont le seul bénéfice est le courtage, alors minime, qu'il perçoit sur les négociations de ses clients.

Sans doute, s'il n'y avait eu que des intérêts particuliers en jeu le décret ne serait intervenu que bien plus tard, mais la nécessité d'un grand emprunt national se faisait sentir. On critiquait déjà le retard apporté à son émission et on donnait en exemple l'Angleterre qui, au mois de juin 1915, avait procédé à son deuxième grand emprunt de guerre en rentes 4 1/2 %, émises au pair, pour lequel les souscriptions s'élevèrent à 15 milliards de fr. M. Ribot, dans son discours sur la situation financière de la France, prononcé à la séance du Sénat du 30 mai 1919 (1), a rappelé les difficultés qui s'opposaient à un emprunt et qui justifiaient sa politique financière du début de la guerre : les banques ne rembouraient pas

(1) (*Journal officiel* du 31, p. 839 et suiv.) L'affichage public de ce discours a été ordonné.

les dépôts ou les remboursaient dans des proportions qui ne permettaient pas aux souscripteurs de réunir les fonds suffisants ; l'emprunt de juillet 1914 pesait encore sur le marché ; la circulation fiduciaire au mois de mai 1915 ne dépassait pas 11 milliards 700 millions, soit environ 5 milliards 700 millions de plus qu'avant la guerre, mais comme l'or ne circulait plus, il ne restait que le minimum nécessaire aux besoins courants des échanges ; au point de vue psychologique et politique, il était nécessaire de débiter par un emprunt qui devait frapper les imaginations ; enfin, il fallait dégager le marché du 3 % qui flotait et qui fut racheté par la Caisse des dépôts et consignations.

Dans le rapport du Crédit Lyonnais déjà cité, nous trouvons toute cette question résumée en ces termes :

« La liquidation des engagements à terme restés en suspens à la Bourse de Paris, depuis le 31 juillet 1914, a commencé le 30 septembre 1915, après la conclusion de diverses ententes intervenues entre le Ministre des Finances, la Banque de France, la Caisse des dépôts et consignations et le Syndic des Agents de change, qui avait préalablement l'adhésion des banquiers en valeurs au plan dont il s'était fait le protagoniste.

« Une fois encore, depuis le début de la guerre, on a pu constater à cette occasion que plus on donne de facilités au public et moins celui-ci sent le besoin d'y recourir. C'est la restriction qui cause la méfiance et la thésaurisation.

« Le succès avec lequel la Chambre syndicale plaça les bons 6 % créés par elle produisit la meilleure impression. La liquidation se passa sans difficulté, beaucoup de reporteurs laissèrent leurs fonds, l'argent fut abondant.

« La liquidation était en quelque sorte la préface de l'emprunt 5 % que préparait le Ministre des Finances — non pas que personne ait cru que la spéculation pût y jouer un rôle

considérable, — mais parce que, la nouvelle rente devant être cotée, il eût été imprudent de l'émettre avant que la liquidation eût permis aux cours de prendre leur niveau. D'ailleurs, il n'est pas douteux que la Chambre syndicale a pu participer à l'emprunt beaucoup plus largement, la liquidation effectuée, et cette participation a été très grande.

« Nous nous sommes réjouis, parce que ainsi fut faite, une fois de plus, la preuve de la valeur et des avantages du placement direct dans la clientèle. Cela ne veut pas dire qu'il ne faudra pas, le moment venu, recourir à l'émission publique. Toute méthode est bonne à son heure. »

★
★ ★

Le 13 janvier 1916, à l'occasion de la demande de crédit pour les arrérages de la rente 5 % nouvelle pendant le premier trimestre de 1916, l'Administration des Finances fit connaître les résultats de l'emprunt.

Le capital des nouvelles rentes dépassait 15 milliards 130 millions de francs.

Au prix d'émission de 88 francs, ce résultat correspondait à un versement effectif de 13.314 millions. En réalité, 71 millions de francs étaient restitués à titre de bonification, à raison de 0 fr. 15 par franc de rente, aux souscripteurs qui s'étaient entièrement libérés à l'émission.

Le surplus, soit 13.243 millions, se décomposait en numéraire et en valeurs, comme il suit :

Numéraire.....	Frs	6.368.000.000
Obligations de la Défense nationale....		3.191.900.000
Bons de la Défense nationale.....		2.227.900.000
Rente 3 % perpétuelle (reprise à 66 %)		1.430.530.000
Rente 3 1/2 % amortissable.....		24.450.000

La Chambre syndicale des agents de change apporta

à la souscription une somme totale de 937.706.600 fr. (1). Quant au marché libre, d'après les chiffres qui ont été fournis par les organes des syndicats, il aurait apporté par les souscriptions faites chez ses membres, 75 millions, dont 70 par le Syndicat des banquiers en valeurs.



Avec cette deuxième partie, se clôturent les « jours noirs » de la Bourse. Il n'en est pas malheureusement de même au point de vue militaire. La retraite russe se termine à peine à fin août 1915, le mois de septembre enregistre l'échec de notre offensive en Champagne et au mois d'octobre commence l'invasion de la Serbie.

Les hommes d'Etat comprennent qu'il ne s'agit plus de faire la guerre au jour le jour avec des moyens d'action obsolètes. De vastes programmes de fabrications sont élaborés. Il faut adapter des industries entières à des fabrications nouvelles. Au chômage des premiers mois, qui ne s'est que trop prolongé, succédera une période de production intense. Pour l'exécution de ces programmes, des outillages seront à transformer ou à créer, des approvisionnements seront à constituer qui nécessiteront des appels de capitaux. Ces appels, malgré leur importance, ne donneront pas grande activité au marché, parce que placés directement dans le public et peu sujets à spécula-

(1) Chiffre extrait d'un rapport à la Chambre des députés présenté le 14 mars 1916, cité par M. G. Cerfberr, de Medelsheim, alors chef des bureaux du service des émissions de la Défense nationale : « Le nerf de la guerre », « Les ressources de la Défense nationale », Berger-Levrault, éditeur, 1916.

tion en raison de la fermeture du marché à terme. Ils seront d'ailleurs moins considérables qu'on est susceptible de l'imaginer, car l'Etat prendra soin de surveiller les appels au crédit et financera, lui-même, certaines entreprises.

Aux « jours noirs » du début succède à la Bourse une période étale... L'armée combat, l'industrie travaille, le gros du public « s'installe dans la guerre » tout en en souhaitant la fin ; il n'en sonde pas encore les conséquences économiques et financières.

TROISIÈME PARTIE

DE L'ANNÉE 1916 A LA RÉOUVERTURE DU MARCHÉ A TERME

(2 janvier 1920)

ET A L'ABROGATION DU MORATORIUM DES OPÉRATIONS DE BOURSE

(1^{er} avril 1920)

CHAPITRE PREMIER

Le Marché des Valeurs mobilières.

LÉGISLATION RELATIVE AUX VALEURS MOBILIÈRES ET RÉGLEMENTATION DU MARCHÉ

Le respect de l'ordre chronologique que nous avons adopté, nous a obligés à laisser de côté la question des mesures de réglementation du marché et de protection de l'épargne, pour faire la comparaison des cours de 1914 et de 1915, étudier la liquidation du 30 septembre 1915 et la

question des changes ; mais, force nous est maintenant de revenir à l'examen des dispositions qui ont été ultérieurement et successivement prises.

Nous avons vu (page 103 notamment) que la Chambre syndicale des agents de change, pour des raisons de haute nécessité, avait assuré la mise en œuvre de restrictions concernant la négociation des titres émanant de l'étranger ou portant un timbre étranger (ses circulaires à ses membres des 31 décembre 1914, 11 février, 22 février, 31 mai 1915). Cette surveillance s'étant sans doute quelque peu relâchée, la Chambre syndicale crut devoir résumer dans une circulaire complémentaire du 8 janvier 1916, les prescriptions auxquelles ses membres devaient *obligatoirement* se conformer jusqu'à nouvel ordre, soit :

1° *Ventes de titres émanant de l'étranger.* — Il était interdit, pour quelque cause que ce fût, de négocier des titres pour le compte d'un habitant des pays alliés ou neutres, ou d'un Français domicilié dans ces pays. S'il s'agissait d'un allié ou d'un neutre habitant la France, il ne devait être procédé qu'à des ventes nécessitées par les besoins de l'existence et jusqu'à concurrence de ces besoins.

2° *Titres timbrés allemands ou autrichiens.* — Il était interdit d'accepter dans les livraisons des titres de fonds d'Etat étrangers timbrés allemands ou autrichiens, lorsqu'ils étaient revêtus d'un timbre français entier ou complémentaire postérieur au 1^{er} juin 1915. Cette interdiction était formelle et absolue et ne devait comporter aucune dérogation, alors même que les donneurs d'ordres auraient justifié d'une possession des titres antérieure à la guerre, ou que les titres eux-mêmes auraient été revêtus du premier timbre français de 0 fr. 75 pour 500 francs, créé par

la loi du 25 mai 1872. Si ces titres étaient revêtus d'un timbre français entier ou complémentaire, portant une date comprise entre le 1^{er} août 1914 et le 31 mai 1915, ils devaient être soumis, avec justification à l'appui, à l'examen d'un membre de la Chambre syndicale.

La circulaire ajoutait que, d'une façon générale, les agents devaient continuer à apporter la surveillance la plus étroite dans les livraisons de titres qui leur étaient effectuées, notamment lorsque les titres étrangers portaient un timbre allemand ou autrichien.

Ce rappel à l'ordre produisit, en son temps, une grosse émotion parmi les intermédiaires et les commis, car son application ne pouvait que réduire le volume déjà restreint des affaires. Aussi le syndic atténua-t-il quelques jours après (13 janvier 1916) les rigueurs de cette circulaire :

« Comme suite à la circulaire qui vous a été adressée le 8 janvier courant, la Chambre syndicale vous informe que l'interdiction de vendre pour le compte d'un habitant des pays alliés ou neutres, ou d'un Français domicilié dans ces pays, ne s'applique pas :

« 1^o Aux titres qui auraient été souscrits par l'un d'eux en France depuis le 1^{er} août 1914 ;

« 2^o Aux titres qu'ils pourraient justifier avoir achetés à la Bourse de Paris depuis cette date.

« Il s'agit là d'une exception qui doit rester strictement limitée à ces deux cas bien déterminés. » (1)

(1) *L'Annuaire 1915-1917 des Valeurs admises à la cote officielle de la Bourse de Paris*, publié par la Chambre syndicale des Agents de change, contient les principales dispositions prises du début des hostilités au 15 mars 1917. Nous donnons ci-dessous copie de celles des 22 février et 31 mai 1915, qui permettront de se rendre compte des errements suivis en cette matière. On commence par s'attacher à la nationalité du don-



Peu de temps après, à la fin de mars 1916, la Chambre syndicale s'étant aperçue qu'en pleine guerre, malgré la fermeture du marché à terme, on recommençait à spéculer et que certaines valeurs — en vedette — favorisées de deux ou trois cours ne l'étaient qu'à dessein de parer la tendance, décida qu'on ne coterait plus qu'un seul cours

neur d'ordres, puis à l'origine des titres, enfin on réserve une importance particulière à la date du timbrage français.

Circulaire du 22 février 1915. — « Dans un but de défense nationale et avec l'approbation du Ministre des finances, la Chambre syndicale a décidé que, provisoirement, il ne serait plus exécuté d'ordres de vente que pour le compte de *personnes de nationalité française* ayant leur domicile en France et pouvant justifier de la propriété des titres.

« Vous voudrez bien, en conséquence, avant toute négociation, exiger des donneurs d'ordres la justification :

« 1^o Qu'ils sont Français ;

« 2^o Qu'ils ont leur domicile en France ;

« 3^o Que les titres en leur possession proviennent d'acquisitions régulières.

« Il vous est recommandé, à cet égard, de vous faire représenter autant que possible les bordereaux d'achat ou tous autres documents pouvant établir la propriété.

« En ce qui concerne les Sociétés de crédit ayant de nombreuses succursales à Paris et en province, vous aurez à leur demander une fois pour toutes une lettre d'engagement de ne vous transmettre des ordres de vente que pour le compte de personnes remplissant bien les conditions stipulées ci-dessus.

« Quant aux autres Sociétés et Banques, elles devront, ainsi que les agents de change de province, vous donner une lettre d'engagement pour chaque affaire.

« Cette lettre devra être fournie avant tout règlement.

Circulaire du 31 mai 1915. — « Aux termes de la loi du 4 avril 1915, des peines sévères sont édictées contre toute personne qui exécute ou tente d'exécuter, soit directement, soit par personne interposée, un acte de commerce avec un sujet de puissance ennemie ou avec une personne résidant sur son territoire, soit avec un agent de ce sujet ou de cette personne. Les dispositions de cette loi, qui s'appliquent également aux

sur chaque valeur, à moins d'une autorisation spéciale qu'il fallait solliciter chaque fois de l'agent de service (1). La coulisse fit de même et ne rétablit les cotations multiples qu'au début de 1919.

Mentionnons à ce propos qu'il s'était établi un moyen ingénieux, principalement à la portée des commis et de leurs amis, de spéculer sans argent. Ils opéraient pendant tout le cours du mois, en prétextant la misère des temps, pour ajourner à la fin du mois la levée des titres qui aurait entraîné le versement des espèces. Mais le règlement de la Chambre syndicale exigeant que le 6 de chaque mois les charges liquident leurs engagements entre elles, la nécessité s'imposait à tout le monde de liquider pour cette date. C'est à cette sage prescription qu'on était redevable des réalisations qui pesaient sur le marché au début de chaque mois sur certaines valeurs spéculatives (2).

opérations de Bourse, doivent appeler votre plus sérieuse attention, notamment en ce qui concerne l'*origine des titres étrangers* que vous pouvez être appelé à négocier.

« Dans cet ordre d'idées, la Chambre syndicale vous interdit de la façon la plus formelle, sous réserve de cas particuliers qui devront être soumis à son examen, d'accepter les titres de fonds d'Etats étrangers munis d'un timbre allemand ou autrichien, lorsqu'ils sont revêtus d'un *timbre français* portant une date postérieure à celle du 1^{er} août 1914.

« En tout cas, les titres dont il s'agit, qui seraient timbrés français après le 1^{er} juin 1915, devront être refusés sans aucune exception.

« Quant aux titres de fonds d'Etats étrangers munis d'un timbre allemand ou autrichien, mais dont le timbre français indiquerait une date antérieure à celle du 1^{er} août 1914, la Chambre syndicale vous rappelle que vous devez, à l'égard de ces titres, exiger rigoureusement l'exécution des prescriptions de la circulaire du 22 février 1915 et de ne les accepter dans les livraisons que si des garanties suffisantes vous sont fournies par les donneurs d'ordres. »

(1) L'*Agence économique et financière* du 28 mars 1916 ; le *Pour et le contre*, n° du 2 avril 1916.

(2) Le *Pour et le contre* du 10 novembre 1918.

★
★★

Le Gouvernement lui-même qui exerçait pour les besoins de l'Etat, sa mainmise sur toutes les forces vives du pays s'attribua la surveillance étroite des appels au crédit dans le but ou de les réserver à son propre usage ou de ne les permettre qu'en faveur des industries intéressant la Défense nationale. De là, la loi du 31 mai 1916 (1) aux termes de laquelle « l'émission, l'exposition, la mise en vente, l'introduction sur le marché en France de titres de rente, emprunts et autres effets publics des Gouvernements étrangers, d'obligations ou de titres de quelque nature qu'ils soient, de Villes, Corporations ou Sociétés françaises ou étrangères sont interdites, à partir de la promulgation de la présente loi jusqu'à une date à fixer par décret en Conseil des Ministres après la cessation des hostilités. »

« Toutefois, il peut être dérogé à cette disposition par arrêté du ministre des Finances ».

Ajoutons qu'on pouvait parfaitement, en dehors de l'appel au public, créer des sociétés, et qu'une société existante pouvait très bien donner des obligations aux banquiers ou aux personnes qui lui souscrivaient un emprunt. C'est le fait de recourir au marché, de s'adresser au public, qui seul pouvait tomber sous l'interdiction de la loi (déclarations de M. Chastenet, rapporteur au Sénat). D'autre part, l'autorisation gouvernementale fut accordée

(1) *Journal officiel* du 1^{er} juin 1916.

sans peine aux industries qui pouvaient justifier d'un intérêt évident (1).

Cette loi fut jugée très diversement en France. Appliquée dans toute sa rigueur, elle était susceptible, étant donné l'accroissement continu des signes monétaires, d'empêcher les capitaux de s'employer à la *production* pour se gaspiller en *consommations*. Chez nos ennemis, la *Neue Freie Presse*, commente de la façon suivante, le 14 juin 1916, la loi de M. Ribot :

« On éprouve l'impression que, par cette interdiction, le Gouvernement français se propose, non seulement de mettre les capitaux à la disposition exclusive de la Défense nationale pendant la guerre, mais aussi de les utiliser après la fin de la guerre pour la consolidation des dettes flottantes de l'Etat accrues dans des proportions énormes. La concurrence du commerce et de l'industrie, qui, après la conclusion de la paix, feront naturellement appel au marché monétaire de Paris avec des exigences plus grandes, doit être écartée dans la mesure du possible. A ce point de vue, on reproche à M. Ribot d'avoir, au début de la guerre, refusé son consentement à la création d'une caisse gouvernementale destinée à venir en aide au commerce et à l'industrie, tandis que cependant il parle constamment de la reprise normale du commerce, dont l'appel aux capitaux d'épargne est maintenant menacé d'amende et d'emprisonnement. On insiste fréquemment sur ce point que l'interdiction des émissions n'intervient que maintenant : de différents côtés, on rapproche cette interdiction de la préparation d'un second

(1) En réalité, les autorisations étaient subordonnées à une souscription ou à un achat de rentes françaises. (Interview de l'Agence économique et financière auprès de M. François-Marsal, ministre des finances ; le *Temps*, n° du 12-13 novembre 1920.) La loi du 31 décembre 1920 (*Journal officiel*, 1^{er} j. nv. 1921), portant couverture de crédits provisoires, a, dans son art. le 32, restitué aux Sociétés françaises leur pleine liberté d'émission.

emprunt de guerre, tandis que d'autres n'y voient qu'un moyen d'accélérer l'écoulement actuellement en baisse des valeurs de la Défense nationale. Mais il n'est pas non plus impossible que M. Ribot, avec son interdiction des émissions, ait seulement l'intention d'enrayer les tentatives continues de la Russie d'intéresser le marché des capitaux de Paris, par l'intermédiaire de différentes banques, aux emprunts de guerre russes impossibles à placer dans le pays même ; d'autre part, il désire sans doute, après l'émission en mai de l'emprunt 5 1/4 % de la Ville de Paris de 300 millions de francs, parer en temps utile à la menace d'une nouvelle mise à contribution du marché monétaire français par les communes et les entreprises municipales ayant besoin d'argent. »



Quelques jours après, la loi du 10 juin 1916 (1) autorisant les Monts-de-Piété à faire des avances sur les valeurs mobilières libérées au porteur, pouvait développer chez certains, habitués à recourir à ces institutions, le goût des valeurs fiduciaires.



Les agents de change étant des intermédiaires, investis de leurs fonctions en vertu d'un monopole légal, ne doivent pas, sous peine d'amende et même de destitution, faire d'opérations pour leur propre compte, c'est-à-dire acheter et vendre systématiquement dans le but de réaliser des différences, car la loi ne saurait leur interdire

(1) *Journal officiel*, 14 juin.

d'effectuer des placements en valeurs mobilières comme les particuliers.

Les courtages qu'ils reçoivent devraient donc constituer leur seule rémunération. Or, la fermeture du marché à terme avait fait diminuer sensiblement le chiffre des courtages des charges ; la moyenne journalière des opérations au comptant se chiffrait alors par une somme de quatorze millions de francs, alors qu'elle était avant la guerre d'environ vingt-trois millions. Les frais généraux des charges restaient très lourds en regard d'un chiffre d'opérations fort réduit. La plupart des agents de change continuait à verser tout ou partie de leurs appointements à leurs employés ou commis mobilisés. C'est pourquoi le décret du 10 août 1916 (1) les autorisa à augmenter le taux de leurs courtages. La date d'application fut fixée au 1^{er} septembre suivant.

La Chambre syndicale décida le maintien provisoire des anciens tarifs pour les opérations à terme et maintint le « par contre », supprimé en principe, en faveur du client particulier, mais non de l'intermédiaire, qui en contre-partie d'une opération de vente, achetait, en vertu d'un même ordre et dans la même bourse, soit de la rente française, soit l'une des valeurs soumises au taux de 0,125 % (emprunts des colonies, départements, communes, obligations du Crédit foncier et des grands réseaux métropolitains).

L'exposé des motifs du décret, très intéressant, attirait l'attention sur ces points, que la stabilité des charges, la sécurité des négociations, le bon renom de la Compa-

(1) *Journal officiel* du 13.

gnie, exigeaient que certains agents ne recherchassent pas dans des positions spéculatives le moyen d'équilibrer un bilan compromis et que le marché ne pouvait être assuré du volume des transactions qui lui était nécessaire que si les agents trouvaient dans les courtages un moyen d'agir sur lui par des remisiers expérimentés.

Suivait un historique de la question.

Le nouveau tarif revenait dans l'ensemble au tarif antérieur à celui de 1898. Pour donner satisfaction au vœu exprimé par la Chambre de Commerce de Paris que la durée des nouveaux courtages ne dépassât point le terme de l'amortissement de l'emprunt de la Compagnie de 75 millions, ainsi que pour déférer à l'avis du Conseil d'Etat déclarant qu'il ne convenait pas de donner au tarif nouveau, dont il reconnaissait la nécessité, l'apparence d'un tarif définitif élaboré dans des conditions normales et en vue d'une situation normale, l'article 2 du décret stipulait que la révision du tarif pourrait être faite dans le délai de dix ans qui suivrait la cessation des hostilités.

Cet excès de prévoyance était superflu puisque le décret du 27 août 1919 a autorisé une nouvelle augmentation des tarifs de courtage, appliquée le 1^{er} septembre suivant. L'aggravation considérable des frais généraux paraît justifier les courtages actuels.



La politique « prévoyante » du Gouvernement et du Parlement n'établit de nouvelles ressources fiscales que deux ans et demi après le début des hostilités. C'est ce qui a fait dire au successeur de M. Ribot, M. Klotz, lors de l'important débat financier du 9 juillet 1919 à la Chan-

bre des députés, que le pays était en retard de deux emprunts et de deux années d'impôts. Les valeurs mobilières ne furent naturellement pas oubliées et les dispositions de la loi de finances pour 1917 relatives à l'augmentation de certains impôts et à la création de nouvelles taxes les comprirent dans les premières faveurs du fisc.

L'article 11 de la loi du 30 décembre 1916 éleva, à partir du 1^{er} janvier suivant :

1° A 5 % la taxe de 4 % sur le revenu des valeurs mobilières françaises et des valeurs étrangères soumises au régime de l'abonnement ;

2° A 10 % la taxe de 8 % sur les lots ;

3° A 6 % la taxe de 5 % établie par la loi du 29 mars 1914 sur le revenu des valeurs mobilières étrangères non abonnées et des effets publics des Gouvernements étrangers.

L'article suivant étendit la taxe de 5 % déjà appliquée sur les tantièmes des administrateurs des Sociétés françaises aux tantièmes des administrateurs de Sociétés étrangères domiciliés en France ou qui y résident.

Préalablement avait été adoptée le 1^{er} juillet 1916 (1) une loi portant établissement d'une contribution extraordinaire sur les bénéfices exceptionnels ou supplémentaires réalisés pendant la guerre. Cette loi visait les sociétés et les particuliers et commerçants faisant acte d'industrie et de commerce. Était considérée comme bénéfice extraordinaire la différence entre le bénéfice normal réalisé avant le 1^{er} janvier 1915 et celui obtenu jusqu'à l'expi-

(1) *Journal officiel* du 2.

ration du 12^e mois qui suivrait celui de la cessation des hostilités.

Le taux de l'impôt variait entre 25 et 40 % de ce bénéfice. Fin décembre 1917, le Parlement le porta jusqu'à 80 %.

Cet impôt exerça indirectement une influence modératrice sur la tenue des valeurs mobilières, car les entreprises visées avaient un intérêt dont elles ne se privaient pas à masquer, au moyen d'amortissements exagérés ou d'importants travaux neufs, une partie de leurs bénéfices et à réduire les répartitions à leurs actionnaires (1).



Signalons la loi du 26 janvier 1917 (2) complétant la loi du 14 juin 1865, modifiée par celle du 30 décembre 1911, sur les chèques. Dorénavant, les agents de change sont assimilés aux banquiers en ce qui concerne les dispositions relatives aux chèques barrés.

Nous avons vu (p. 106), que la loi fondamentale du 15 juin 1872 sur les titres au porteur perdus ou volés, ainsi que la loi de circonstance du 4 avril 1915, ne s'appliquait pas aux rentes sur l'Etat. La situation des propriétaires de rentes françaises au porteur était réglée seulement par les décisions, antérieures ou postérieures à la guerre, du ministre des Finances. Nous les rappelons succinctement. La décision du 8 juillet 1890, toujours en vigueur, permet

(1) Le terme de l'application de cet impôt a été fixé au 30 juin 1920 (art. 12, loi du 25 juin 1920).

(2) *Journal officiel* du 28.

au propriétaire dépossédé de faire une déclaration au Trésor et d'obtenir, moyennant caution, au lieu et place du titre perdu, une inscription de pareille somme. Cette inscription est nominative et la nouvelle rente demeure pendant vingt ans affectée à la garantie du Trésor. Le déclarant est tenu, en outre, de déposer un cautionnement représentant la valeur de cinq années d'arrérages en sus du montant de tous les coupons restant attachés au titre disparu. Postérieurement à la déclaration de guerre, l'arrêté du 7 février 1915, relatif aux dépossessions par faits de guerre autorisa exceptionnellement la délivrance de l'inscription sans versement d'un cautionnement, mais les arrérages ne pouvaient pas en ce cas être touchés avant le délai de cinq ans. La décision du 24 avril 1915 permit aux propriétaires moyennant une déclaration de perte adressée au ministre des Finances, de faire obstacle aux opérations qui pouvaient être demandées au Trésor sur les titres qu'ils avaient perdus. Enfin, l'arrêté du 23 octobre 1916 autorisa le paiement des coupons sans avoir à fournir le cautionnement prévu par la décision ministérielle du 8 juillet 1890 lorsque le déclarant produisait un récépissé de dépôt du titre dans une banque ou chez un notaire, dans les pays envahis, ou encore la déclaration de la banque ou du notaire que le titre avait été déposé et qu'il n'avait pas été retiré ou encore une ordonnance du Président du Tribunal civil attestant la propriété du déclarant et indiquant les circonstances de la dépossesion.

La loi temporaire du 16 février 1917 (1) compléta ces dispositions fragmentaires en ordonnant l'inscription au

(1) *Journal officiel* du 18.

Bulletin officiel des oppositions de titres de rentes perdus ou volés par suite de faits de guerre. Postérieurement à cette inscription toute négociation, transmission ou affectation en gages était sans effet vis-à-vis du déclarant, sauf le recours du tiers détenteur contre le vendeur ou débiteur. Les dispositions de cette loi devaient cesser d'être en vigueur six mois après la cessation des hostilités, telle qu'elle devait être fixée par le décret (1).



Un avis publié par la Chambre syndicale des agents de change, en avril 1917, était, en quelque sorte, le préambule d'une loi qui devait être votée un an après, réglant l'importation et l'exportation des capitaux. Voici le texte de cet avis :

« Dans la circulaire en date du 15 février 1917, adressée à la Compagnie des Agents de change, rappelant et confirmant des circulaires précédentes, il est stipulé notamment qu'il est nécessaire, pour vendre des titres sur le marché de Paris, de justifier qu'ils sont possédés en vertu d'acquisitions régulières.

« Le caractère de cette possession ne devant donner lieu à aucune divergence de vue, il paraît indispensable de la définir d'une manière explicite par les indications suivantes, qui sont approuvées par la Commission financière interministérielle et par M. le Ministre des Finances.

« *Français domiciliés en France.* — Ne peuvent vendre que les titres qu'ils possédaient avant le 1^{er} août 1914 ou qu'ils ont achetés ou souscrits régulièrement en France depuis cette date.

(1) La prorogation apportée par la loi du 28 mai 1920 (p. 106) ne vise que la loi du 4 avril 1915.

« *Habitants des pays alliés ou neutres ou Français domiciliés dans ces pays.* — Ne peuvent vendre que des titres achetés ou souscrits régulièrement en France depuis le 1^{er} août 1914.

« *Alliés ou neutres domiciliés en France.* — Ne peuvent, en dehors des titres achetés ou souscrits en France depuis la guerre, procéder à des ventes de titres que pour les besoins nécessaires à l'existence et jusqu'à concurrence de ces besoins.

« *Titres achetés à l'étranger.* — La vente de ces titres sur le marché est rigoureusement interdite, d'une façon générale, même pour un Français domicilié en France et pour quelque cause que ce soit.

« Il n'est pas possible d'indiquer tous les cas qui peuvent se présenter. Les indications ci-dessus ne sont donc pas limitatives et ne doivent être considérées qu'à titre d'exemples.

« Mais la solution des questions à résoudre, dans l'examen d'un ordre de vente, peut être facilement obtenue si l'on veut bien se rendre compte que *le but à poursuivre est d'empêcher*, dans l'intérêt supérieur de la Défense nationale, par tous les moyens possibles et sous quelque forme qu'elles se présentent, *les exportations de capitaux* en dehors de notre pays.

« Pour assurer l'exécution des prescriptions ci-dessus, et sur la demande de la Commission financière interministérielle, les banquiers devront fournir l'engagement écrit de veiller à ce que le personnel subalterne exige effectivement du donneur d'ordres les justifications ci-après :

« 1^o Nationalité du commettant ;

« 2^o Le lieu où habite ce dernier.

« Puis, quand il s'agit d'un Français résidant hors de France ou d'un étranger :

« 3^o La date à laquelle il a acquis les titres qu'il s'agit de vendre ;

« 4^o Le ou les documents qu'il a fournis pour justifier cette indication de date. »

Ces bonnes recommandations devaient donner les résultats que donnent tous les écrits de ce genre. Si la plupart des banquiers français avait bien conseillé leurs clients de s'abstenir de toute exportation de capitaux et les en avait détournés, il restait une minorité de réfractaires pour lesquels une interdiction nette et impérative était nécessaire. Elle vit le jour avec une loi du 3 avril 1918. Le but de cette loi fut d'empêcher toutes les exportations *illégitimes* de capitaux, fonds ou titres, hors de France. L'interdiction d'importer en France des titres (actions, obligations ou bons), objet du titre II de la loi, était un corollaire de la restriction précédente, un simple moyen de la consolider, pour ainsi dire, en permettant l'exercice d'un contrôle à l'entrée, comme il en existait un pour la sortie. Contrairement à la loi du 2 août 1917 établissant l'obligation du répertoire des opérations de change un article en prévoit l'abrogation automatique une certaine période après la guerre. On ne retomba pas dans la même erreur et trois mois après la promulgation du décret qui fixerait la date de cessation des hostilités, l'interdiction d'exportation des capitaux et d'importation des titres devait cesser d'être en vigueur (1).

Il n'y avait rien à dire du principe même de l'interdiction que la loi avait pour objet d'établir, sinon que ce principe était juste dans les circonstances et qu'il fut regrettable qu'il n'ait pas été affirmé plus tôt. Dans son application, il importait toutefois que l'on n'entravât pas

(1) Les dispositions de cette loi ont été maintenues jusqu'au 1^{er} janvier 1921 par l'article 16 de la loi de finances du 29 décembre 1919, promulguée au *Journal officiel* du 30. L'article 31 de la loi des douzièmes provisoires du 31 décembre 1920 (*Journal officiel*, 1^{er} janvier 1921) a porté cette limite au 1^{er} mars 1921, prorogée encore jusqu'au 1^{er} avril

le règlement d'opérations licites et nécessaires. La loi prévoyait un certain nombre de dérogations générales et permanentes. C'est ainsi que les entreprises françaises à l'étranger étaient autorisées à disposer des ressources qu'elles pouvaient avoir en France. Des capitaux pouvaient également être envoyés dans nos colonies et pays de protectorat pour y être utilisés sur place au développement de l'agriculture, de l'industrie et du commerce. L'interdiction ne s'appliquait pas non plus aux fonds et aux titres que les particuliers et les sociétés résidant ou fonctionnant à l'étranger avaient ou pouvaient avoir en dépôt chez nous. Nous avons le plus grand intérêt à maintenir ces dépôts et le plus sûr moyen de les maintenir était de n'en pas gêner, si peu que ce fût, le retrait. Enfin, et c'est là un point capital, la prohibition ne visait aucunement les règlements de produits, denrées ou marchandises achetés à l'étranger et destinés à être importés en France, dans les colonies et les pays de protectorat ; toutefois l'importation devait avoir lieu dans un délai maximum de six mois. Pour les autres opérations des dérogations d'espèces pouvaient être accordées par le ministre des Finances.



Il faut signaler la modification des articles 45 et 46

1921 par l'art. 13 de la loi du 28 février 1921 portant ouverture de crédits provisoires pour mars 1921.

Remarquer que la loi permettait bien de vendre et de livrer du titre hors de la métropole si la contre-valeur devait faire l'objet d'une remise en francs ou donner lieu à un crédit conforme à ses dispositions, mais qu'elle ne tolérait pas à l'étranger de vendre ni de livrer en France. (Sur le but et le mécanisme de la loi, lire l'instruction de la Commission des changes du 15 juin 1918.)

de la Compagnie des agents de change de Paris pour la livraison des valeurs à tirages. Les nouvelles règles furent approuvées par le ministre des Finances (1) et entrèrent en vigueur le 27 février 1918.

D'après l'article 40 du règlement, les agents de change doivent livrer les effets au porteur ou transmissibles par endossement avant la dixième bourse qui suit celle de la négociation et d'après l'article 43 avant la quinzième bourse pour les titres nominatifs.

Or l'article 45 qui était supprimé portait une exception pour les valeurs à tirage. On négociait encore avec droit au tirage dans la sixième bourse qui précédait le tirage pour les titres au porteur et dans la huitième pour les titres nominatifs.

On retombait dans la règle générale pour les titres au porteur comme pour les titres nominatifs, c'est-à-dire qu'on négociait ex-droit au tirage dix bourses avant le tirage pour les titres au porteur (art. 40) et quinze bourses avant pour les titres nominatifs (art. 41). L'article 45 ayant été totalement supprimé était supprimée la disposition de cet article qui permettait aux agents de change de traiter avec droit par convention particulière. Néanmoins et vraisemblablement, cette clause, apparemment de droit commun, devait être sous-entendue. Aucun doute ne subsiste maintenant sur ce point depuis le rétablissement des articles 45 et 46 fin décembre 1919 (*Journal Officiel* du 28 décembre, v. p. 195).

★
★ ★

(1) *Journal officiel* du 24 février.

A noter également en passant la loi du 18 avril 1918 portant l'intérêt légal de 4 à 5 % en matière civile et de 5 à 6 % en matière commerciale. Le taux fixé par l'article 4 du décret du 15 septembre 1915 se trouvait ainsi harmonisé avec la législation.

Une loi fut aussi adoptée le 31 juillet 1918 pour protéger les propriétaires dépossédés de Bons et Obligations de la Défense nationale. Celle du 25 janvier 1919 autorisant le barrement des Bons procède du même souci (1).

★ ★

Puis, les offensives allemandes sur notre front des 21 mars, 27 mai et 9 juin 1918, combinées avec des raids nombreux d'avions sur la capitale et des tirs de canons à longue portée, ayant amené une évacuation partielle de la population, des administrations publiques et des titres détenus par la Chambre syndicale, il fut décidé — en fait du moins — que seraient suspendus les rachats d'office au compte des vendeurs qui n'effectueraient pas dans les délais normaux la livraison de leurs titres. Cette mesure ne pouvait être qu'officieuse, restreinte et temporaire. En effet, la Compagnie des agents de change ne pouvait pas décider — le voulût-elle — la suppression des droits de l'acheteur, qui résultent de l'article 55 du décret du 7 octobre 1890, portant règlement d'administration publique.

★ ★

(1) *Journal officiel* du 2 août 1918 et du 26 janvier 1919.

Imitant deux ans plus tard la Compagnie des agents de change, le Syndicat des banquiers en valeurs au comptant — corporation libre et non soumise au contrôle du ministre des Finances — décida d'appliquer à partir du 1^{er} novembre 1918 un nouveau barème de courtages qui représentait une augmentation appréciable sur les tarifs antérieurs.

★ ★

Il y a eu une question intéressante, qui s'est posée avec une certaine vivacité dans la presse financière, pour laquelle un décret fut sollicité et qui ne reçut jamais de solution (1). La Bourse ayant repris sensiblement, un certain nombre de valeurs ayant atteint un cours égal ou supérieur à celui d'avant-guerre, on aurait voulu que les intermédiaires, agents de change ou banquiers, eussent le droit de refuser la continuation de reports, pour les opérations à terme d'avant-guerre, à leurs clients, quand ces clients étaient en bénéfice, en tenant compte des reports et intérêts, et cela en dépit du moratorium. On citait le cas d'acheteurs de Toula, au cours de 1.040 francs avant la guerre, lesquels titres tombèrent un moment à 800 francs, puis, prirent une envolée en 1916 à 1.450 francs. On avait demandé que l'intermédiaire pût imposer à ces clients, en énorme gain, la levée des titres et ne fût pas obligé à conserver indéfiniment des situations de ce

(1) Lire dans la *Cote de la Bourse et de la Banque* (cote Vidal) (septembre-octobre 1916) une série d'articles intitulés: « Pour l'assainissement du marché ».

Cette campagne fut appuyée par la plupart des publications financières.

genre, toujours risquées. Il fallait faire cesser certains abus du moratorium, dégager certaines maisons, remettre en juste place certaines positions de spéculateurs privilégiés et préserver la clientèle des effets d'une baisse possible.

Ces prévisions de spécialistes avertis n'étaient que trop exactes, c'est ainsi que la valeur que nous donnons en exemple — et bien d'autres encore — s'effondra en même temps que l'empire russe et ne cotait plus au début de 1919 que 570 francs.



Avec la fin des hostilités et le retour à l'état de paix disparaîtront peu à peu les mesures de surveillance du marché. Déjà, le 7 février 1919, l'obligation de ne coter qu'un cours unique sur les rentes fut abrogé et il fut décidé de coter des cours successifs. Le marché en banque, beaucoup plus spéculatif, adopta une mesure plus radicale, qui le mit en état de faire face à la reprise d'activité qui se manifesta dès la fin du premier trimestre de 1919. Non seulement les banquiers-coulistiers, qui ne sont pas astreints à des règles aussi sévères que celles qui régissent le parquet, accordèrent à leur clientèle des facilités de crédit pour favoriser l'extension des opérations, mais encore les syndicats adoptèrent, en l'absence du marché à terme, un nouveau mode de cotation, qui assura en fait la formation d'un groupe pour la négociation au comptant des valeurs en gros (25 titres et multiples), avec 4 cours. Le principe de la pluralité des cours fut également adopté pour toutes les valeurs actives. Cette réforme fut inaugurée le 17 mars 1919. Sur le marché.

libre, les intermédiaires s'efforcèrent également d'attirer la clientèle par la pratique de certaines opérations susceptibles de l'intéresser. L'une de ces opérations effectuée sur une échelle assez importante était le *call of more* (1).

Les mesures légales de restriction, elles, ne disparaîtront que plus tard, l'élément législatif étant plus long à se mettre en mouvement. Ce ne fut en effet qu'au début de juillet 1919 que la commission du budget adopta une proposition de résolution de M. de Monzie, invitant le Gouvernement à prendre toutes mesures utiles en vue d'une réouverture, aussi prochaine que possible, du marché à terme, d'où seraient provisoirement exclus les fonds d'Etat nationaux, et à étudier un projet de réorganisation de la Bourse de Paris, afin que celle-ci fût mise en état de faire face au grand mouvement d'affaires nécessité par le volume des titres publics et par les besoins de la reconstitution économique. Le rapport fait par M. Landry, au nom de cette commission, abonda dans le même sens.

(1) Le mécanisme de cette opération est exposé dans la *Cote de la Bourse et de la Banque*, n° du 28 avril 1919, et est le suivant :

Dans le *call of more* (demande de davantage), l'acheteur se réserve de faire, à son gré et à une date extrême stipulée, porter le marché sur le double du chiffre des titres faisant l'objet de la négociation. Il y a aussi des *call of more* du triple, du quadruple, du quintuple. L'échéance est généralement stipulée fin du mois courant. Le cours est un cours à débattre, naturellement plus élevé que celui du comptant.

Dans le cas où la faculté de doubler l'opération n'est plus en faveur de l'acheteur, mais du vendeur, l'opération s'appelle *put of more* (livraison de davantage) et le cours est logiquement moins élevé que celui du comptant.

Avant la guerre, ce genre d'opération s'effectuait indirectement par la combinaison de deux opérations courantes : un achat ferme et un achat à prime, avec un écart de cours sur le ferme égal au double du montant de la prime. On se trouvait alors dans la situation d'un acheteur *call of more* à un cours qui se trouvait être précisément celui du pied de la prime.

Mais, préalablement à la suppression totale des restrictions apportées au fonctionnement du marché financier, il y avait lieu de fixer par une loi la date officielle de la cessation des hostilités, puisqu'il avait été reconnu qu'un décret ne pouvait suffire pour régler les situations très diverses subordonnées à l'état de guerre. Les répercussions de cette mesure devaient être les plus étendues puisque c'est d'elle que dépendait la suspension du cours des divers moratoires. Même, s'il paraissait difficile de mettre brusquement fin à toutes les dispositions nées de la guerre, la fixation officielle de la date de cessation des hostilités annonçait le retour à bref délai du régime normal, qui, pour la mise à exécution d'engagements librement conclus, était la préface indispensable de la reprise générale de l'activité économique et financière du pays.

Les hostilités, qui cessèrent en fait le matin du 11 novembre 1918 à onze heures, prirent fin en droit le 24 octobre 1919, date de la publication au *Journal officiel* de la loi du 23 octobre. L'importance de cette loi fut considérable, et il en résulta pour les contractants, les contribuables et les justiciables, une foule de conséquences.

La Chambre syndicale des agents n'attendit pas toutefois cet événement trop retardé pour réduire, dans la mesure où les lois l'autorisaient, les restrictions sur la circulation des titres. L'importante circulaire du 22 août 1919, complétée par celle du 4 septembre, fut une étape, au point de vue boursier, vers le retour à la liberté :

« A partir du lundi 25 courant, les ventes de titres sur le marché de Paris seront autorisées pour tous les donneurs d'ordre, habitant ou non la France, à l'exception des personnes de nationalité allemande, sous la condition formelle

que les vendeurs se conformeront aux prescriptions de la loi du 3 avril 1918 en matière d'importation de titres, et justifieront d'une acquisition régulière ou d'un dépôt dans une banque effectué avant le 1^{er} août 1914.

« En ce qui concerne spécialement les opérations pour le compte de personnes n'habitant pas la France, les capitaux provenant des ventes de titres, ne pourront être exportés quant à présent, mais devront être employés à l'achat de rentes françaises, lesdites rentes devant être conservées en France jusqu'à ce que les dispositions de la loi du 3 avril 1918 aient été abrogées.

« D'une façon générale, les dispositions du présent avis ne s'appliquent pas aux titres achetés ou souscrits en France depuis le début des hostilités.

« Les livraisons de titres de fonds d'Etats étrangers, munis d'un timbre allemand ou autrichien, pourront être acceptées, quelle que soit la date du timbre français, moyennant l'obligation pour les vendeurs de fournir des justifications relativement à la propriété des titres. »

Cette circulaire fut précisée par la suivante :

« Certaines divergences d'interprétation s'étant produites au sujet de l'application des prescriptions ministérielles concernant les ventes de titres sur le marché de Paris (avis des 22 août et 4 septembre 1919), je m'empresse de vous communiquer ci-dessous, à toutes fins utiles, un tableau explicatif desdites dispositions.

« *Français domiciliés en France.* — Peuvent vendre les titres qu'ils possédaient avant le 1^{er} août 1914 ou qu'ils ont achetés ou souscrits régulièrement en France depuis cette date, sous la condition, si les titres sont en dépôt à l'étranger, de demander au ministère des Finances (commission des changes) les autorisations nécessaires pour les faire entrer en France. Aucune obligation de remploi, mais interdiction d'exporter les capitaux provenant de la réalisation. Interdiction de vendre tous titres achetés ou souscrits à l'étranger depuis le 1^{er} août 1914.

« *Alliés ou neutres domiciliés en France.* — Peuvent

vendre leurs titres dans les mêmes conditions que les Français domiciliés en France. Aucune obligation de remploi, mais interdiction d'exporter les capitaux provenant de la réalisation. Interdiction de vendre tous titres achetés ou souscrits à l'étranger depuis le 1^{er} août 1914.

« *Habitants des pays alliés ou neutres ou Français domiciliés hors de France.* — Peuvent vendre leurs titres dans les mêmes conditions que ci-dessus, mais contre l'obligation formelle d'employer les capitaux provenant desdites ventes à l'achat de rentes françaises, lesdites rentes devant être conservées en France jusqu'à ce que les dispositions de la loi du 3 avril 1918 aient été abrogées (1).

« L'obligation de remploi en rentes françaises n'existe pas pour les titres qui auraient été achetés ou souscrits en France depuis le 1^{er} août 1914.

« *Personnes de nationalité ennemie.* — Ne peuvent vendre aucun titre, pour quelque motif que ce soit. »

On peut dire que commence la cessation de la réglementation de guerre du marché. L'œuvre de la paix consistera en sa réorganisation. Cette question prit un moment donné une certaine ampleur ; mais, sa solution demeure encore incertaine et nous la réservons comme conclusion de notre étude.

★ ★

(1) A la date du 15 janvier 1920, le Ministre des finances modifia comme suit cette disposition :

« En septembre 1919, il a été stipulé que les personnes domiciliées hors de France ne pourraient vendre leurs titres que sous la condition formelle d'employer obligatoirement les capitaux provenant desdites ventes à l'achat de rentes françaises. Le remploi dont il s'agit pourra désormais s'effectuer non seulement en rentes françaises, mais aussi en valeurs cotées à Paris.

« Il est bien entendu que, comme les rentes, les valeurs ainsi achetées en remploi devront être conservées en France tant que les dispositions de la loi du 3 avril 1918 n'auront pas été abrogées. »

Nous terminerons cet exposé des différentes mesures législatives et réglementaires — exposé forcément décousu parce qu'étant chronologiquement établi il les a suivies pas à pas sans souci de méthode — par la réouverture du marché à terme et l'abrogation du moratorium des opérations de Bourse. La période de guerre sera terminée, commencera la liquidation.

LA RÉOUVERTURE DU MARCHÉ A TERME

(2 JANVIER 1920).

L'ABROGATION DU MORATORIUM DES OPÉRATIONS DE BOURSE

(1^{er} AVRIL 1920).

La Compagnie des agents de change de Paris a, dans sa réunion du 19 novembre dernier, adopté, écrivait le *Messenger de Paris*, les dispositions suivantes au sujet de la réouverture du marché à terme qui aura lieu le 2 janvier 1920 :

« Admission d'une cinquantaine de valeurs, notamment les banques françaises, les chemins de fer français, les plus importantes valeurs de transport et de navigation, le Suez capital, le Rio, Gafsa, Sucreries d'Egypte, Penarroya, etc. En rentes étrangères: l'Italien, les Russes, les Turcs 4 % et 5 %, le Serbe 4 %. L'inscription à terme de toutes les rentes françaises est ajournée. Les groupes ne seront pas reconstitués immédiatement.

« Toutes les transactions se feront à la grande corbeille. Les agents de change se sont mis d'accord pour les garanties minima suivantes à exiger : couverture de 20 % en espèces ou en titres, ces derniers étant pris à 80 % de leur valeur.

« D'autre part, le Syndicat des banquiers en valeurs à terme s'est réuni et a décidé de rouvrir le marché en

banque à terme également le 2 janvier. Au cours d'une nouvelle assemblée convoquée pour le 15 courant seront communiqués la liste très restreinte des valeurs négociables et le tarif sensiblement élevé des courtages. Il sera proposé également de faire deux liquidations par mois, comme au Parquet (1).

« Les instructions du Ministre ont été communiquées à l'assemblée sous forme de lecture de la lettre ministérielle adressée à la Chambre syndicale des agents de change. Les intermédiaires — coulissiers — seront tenus d'instituer un registre des couvertures qui sera confronté avec celui des positions. Un autre moyen de contrôle sera encore fourni par la comptabilité de l'impôt, où seront décomptées séparément les taxes sur opérations à terme et sur reports. La surveillance s'exercera par la production de certains documents au Comité du Syndicat, à chaque liquidation. En outre, la Chambre syndicale des agents de change a pour mission d'exercer son contrôle général sur l'ensemble des opérations de la coulisse. »

Le Syndicat des banquiers protesta naturellement contre cette tutelle de la Chambre syndicale et la réouverture du marché à terme faillit n'avoir pas lieu pour la coulisse. Cette réouverture partielle fut néanmoins **fixée** au vendredi 2 janvier 1920 pour les deux marchés. Elle n'excita pas un grand intérêt à la Bourse, car elle s'opérait dans des limites telles qu'elle n'était pas pour inquiéter les esprits timorés, ni pour échauffer les tendances spéculatives. Faite dans les conditions d'avant-guerre, elle aurait été un défi au bon sens ; mais, le nouveau règlement ne faisait que s'adapter au régime de restrictions générales que l'on subissait en cette période de liqui-

(1) Voir page 86 en note.

dation de la guerre. La restriction des transports, de la consommation du charbon, du gaz, de l'électricité, de sucre, de lait et de tant d'autres choses par insuffisance de production, devait logiquement faire accepter celle du marché à terme des valeurs mobilières et par conséquent des emplois de fonds en reports, de positions à la hausse. Au surplus, le marché du comptant qui, depuis plusieurs mois, était très actif, trop spéculatif même puisqu'il devait aboutir à la débâcle de juin 1920, restait à la disposition de la clientèle.

D'après le règlement des agents, toujours en vigueur, pour toutes les valeurs, sans exception, les négociations à terme ferme se liquident deux fois par mois. Les négociations à prime peuvent se traiter du jour pour le lendemain ainsi que pour la liquidation en cours et les liquidations suivantes, sans pouvoir dépasser le terme de la quatrième liquidation à partir du jour où le marché est conclu.

En même temps que fut définie la situation des nouveaux donneurs d'ordre à terme (1), une réforme accompagna sur le marché au comptant la réouverture du marché à terme, ce fut l'abolition du cours moyen, sauf sur

(1) SITUATION DES DONNEURS D'ORDRE. — *Français domiciliés en France.* — Peuvent faire toutes opérations à terme, sous condition, en cas de vente, de ne livrer que les titres qu'ils possédaient avant le 1^{er} août 1914 ou qu'ils ont achetés ou souscrits en France depuis cette date.

Etrangers domiciliés en France. — Mêmes règles que ci-dessus, mais avec cette réserve que les ventes doivent toujours comporter la livraison des titres en liquidation. La vente à découvert leur est, en conséquence, interdite.

Français ou étrangers domiciliés hors de France. — Mêmes dispositions que pour les étrangers domiciliés en France, avec cette différence toutefois que les capitaux provenant des ventes devront obligatoirement

les rentes, et, sur les autres valeurs, dans les cas qui seraient prévus par une loi (1). Ce cours pouvait avoir pour le public certains avantages apparents ; il en avait sans doute de trop nombreux pour ceux qui, pendant la Bourse, étaient chargés de le fixer par la cotation des cours extrêmes. Pour cette raison on ne le connaissait que trop tard après l'ouverture des négociations. C'est surtout pour ce motif qu'on paraît l'avoir supprimé.

Tandis que la Compagnie des agents de change décidait fin décembre 1919 la modification à son règlement des articles 20, 45 à 49, 63 et 68 et en mars celle des articles 29 et 30 (2), nous nous acheminions vers la fin du moratorium des opérations de Bourse. Ce fut l'œuvre du décret du 3 février 1920 qui mit fin, à dater du 1^{er} avril suivant, pour les débiteurs autres que ceux qui étaient présents sous les drapeaux pendant les hostilités ou qui habitaient des portions du territoire envahi ou dévasté

être employés en rentes françaises, lesdites rentes devant être conservées en France jusqu'à ce que les dispositions de la loi du 3 avril 1918 aient été abrogées.

Cette obligation n'existe pas pour les titres qui auraient été achetés ou souscrits en France depuis le 1^{er} août 1914.

Sujets de nations ayant été en guerre avec la France. — Ne peuvent acheter ni vendre à terme pour quelque motif que ce soit.

Disposition générale. — L'exportation des capitaux provenant des ventes à terme est interdite, aussi bien aux Français qu'aux étrangers.

(1) Il continue donc à être pratiqué pour la négociation des biens des mineurs et des interdits, conformément à la loi du 27 février 1880.

(2) La dernière rédaction du règlement, approuvée par le Ministre des finances, M. Marsal, successeur de M. Klotz en janvier 1920, porte la date du 9 juin 1920. Ses dispositions modifient le règlement particulier de la Compagnie, approuvé le 3 décembre 1891 et déjà modifié les 29 juin 1898, 30 janvier 1899, 29 juillet 1914, 22 février et 9 décembre 1918, 10 mars et 28 décembre 1919, 21 février et 22 mars 1920.

par la guerre, aux mesures moratoires prises par le décret du 15 septembre 1915.

A la même date, un autre décret abrogeait, à partir du 1^{er} avril 1920 également, sauf pour les Sociétés, départements, communes et établissements publics situés dans les régions dévastées par la guerre ou occupées jadis par l'ennemi, les dispositions des décrets des 29 août, 23 et 27 septembre, 27 octobre et 21 décembre 1914 et du 23 mars 1915 accordant aux Sociétés régies par les lois françaises, aux départements, aux communes et aux établissements publics des délais pour le remboursement des obligations, la délivrance des lots, l'amortissement des actions, le paiement des coupons, dividendes et intérêts venus à échéance jusqu'au 31 mars 1920.

Nombre de ces débiteurs et de ces collectivités faisant l'objet de ces exceptions avaient d'ailleurs déjà pris toutes mesures utiles pour n'avoir plus recours à la protection des dispositions moratoires. On peut donc dire que celles-ci avaient vécu et que nous rentrions définitivement dans le droit commun, avec le bénéfice des libertés qu'il accorde, mais aussi avec la charge des responsabilités qu'il nous laisse encourir (1).

LES AFFAIRES, LES ÉMISSIONS ET LES INTRODUCTIONS

Le principe qu'avait fait prévaloir la loi du 31 mai

(1) A partir du 15 avril 1920, au marché officiel, et du 30, en coulisse, toutes les positions moratoriées antérieures au 4 août 1914 furent, en principe, liquidées.

Les positions en suspens devaient être très faibles, car c'est à peine si les journaux financiers firent une mention particulière de cette liquidation.

1916 était qu'en temps de guerre aucune émission ne pouvait avoir lieu sans l'autorisation du ministre des Finances. Celui-ci n'examinait pas si l'affaire était bonne ou mauvaise, car il aurait pris en la matière une responsabilité que le législateur n'avait pas voulu lui imposer. Il vérifiait seulement si l'affaire était intéressante pour la Défense nationale pendant la guerre, et, depuis l'armistice du 11 novembre 1918, pour la reprise de la vie économique du pays.

Une controverse s'étant engagée à la Chambre des députés le 23 juillet 1919 entre M. de Monzie et M. Klotz, ministre des Finances, sur le point de savoir si l'émission de bons de la Défense nationale détournait les capitaux actifs de se porter vers l'industrie, M. Klotz fournit sur le chiffre des émissions autorisées par le ministre des Finances des renseignements d'une intéressante précision (1).

(1) M. René Pupin, dans *l'Information* du 27 octobre 1920, a étudié la relation qui pouvait exister entre le chiffre des souscriptions aux bons de la Défense nationale et l'activité de la Bourse.

On trouve dans les deux colonnes ci-dessous, d'une part les souscriptions nettes de Bons (remboursements déduits), et d'autre part l'activité boursière.

1919	Souscriptions nettes de Bons	Impôt sur les opérations de Bourse	1920	Souscriptions nettes de Bons	Impôt sur les opérations de Bourse
—	—	—	—	—	—
	Millions	Francs		Millions	Francs
Janvier	2405	229.000	Janvier	1739	1.118.000
Février	1754	356.000	Février	1464	1.238.500
Mars	1906	270.500	Mars	102	1.966.000
Avril	1358	327.000	Avril	521	2.073.000
Mai	1706	477.000	Mai	1110	2.213.000
Juin	2112	471.000	Juin	1624	1.719.000
Juillet	2735	529.000	Juillet	2257	1.871.000*
Août	2531	553.000	Août	1537	1.781.000
Septembre ..	2239	709.500	Septembre ..	1.037	1.955.000
Octobre	2430	1.123.000			
Novembre ...	1930	1.084.000			
Décembre ...	694	1.030.000			

(*) Impôt augmenté.

En 1916, 138 autorisations furent accordées, représentant un chiffre global de 391 millions ; 25 demandes furent refusées.

En 1917, il y eut 216 autorisations accordées, représentant un chiffre global de 975 millions et 51 demandes refusées.

En 1918, on compte 335 autorisations pour un chiffre global de 2.027 millions et on note 57 refus.

Après avoir examiné brièvement l'ambiance générale du marché, M. Pupin conclut par l'affirmative.

Oui, il doit exister une relation entre le moindre volume des souscriptions de bons et le mouvement de la Bourse, mais nous ajouterons un correctif : à la condition que ce mouvement se manifeste nettement et d'une façon continue dans le sens de la hausse. Il est extrêmement probable que, dans cette alternative, certains capitaux accoutumés aux guichets des comptables de l'Etat se réservent pour d'autres emplois.

Nous avons dit « se réservent », car l'objection vient sur toutes les lèvres : que l'activité soit grande ou petite à la Bourse, en vertu de quelle loi les vendeurs de titres — qui se font exactement, par leurs ventes, les mêmes disponibilités que celles qu'emploient, dans le même temps, les acheteurs pour leurs achats, — en vertu de quelle loi les vendeurs d'hier seraient-ils moins enclins que les acheteurs qui ont employé leurs disponibilités à souscrire des bons? Evidemment, la clientèle des bons ne se recrute pas moins chez ceux-ci que chez ceux-là. Ce n'est pas parce qu'on a échangé beaucoup plus de titres dans un mois déterminé que l'on souscrit moins de bons, mais bien parce que la tendance nettement à la hausse du marché maintient auprès de la Bourse des capitaux en instance qui ont toujours espoir de s'employer avec lucre.

D'où il faut conclure que ce n'est pas seulement le produit de la taxe sur les opérations de Bourse qu'il faut consulter, mais en même temps la tendance, l'orientation du marché. En fait, la condition boursière la plus favorable aux grandes opérations de crédit public est celle que l'on pourrait traduire par le terme « marché incolore » et qui exclut tout à la fois la spéculation trop enthousiaste et le pessimisme décourageant.

Pour apprécier le ralentissement des souscriptions de bons constaté en mars et avril 1920, il faut remarquer que cette période est celle de la hausse déconcertante des changes, des prix des matières premières, que la spéculation sur marchandises était à son point culminant et que les augmentations de capital absorbaient des ressources considérables

Pendant le 1^{er} trimestre de 1919, 281 autorisations furent données pour un montant total de 1.530 millions, ce qui a représenté, si les demandes ont été maintenues à ce taux, 3.060 millions pour l'année entière. Pendant le même semestre, il y eut 31 refus d'autorisation d'émission.

On peut comparer une partie de ces chiffres avec ceux fournis dans le rapport du Conseil d'administration du Crédit lyonnais à l'Assemblée qui a été tenue le 22 avril 1918 :

« Dès le lendemain de la victoire de la Marne, elle (l'industrie) commença un appel aux capitaux en vue d'accomplir la tâche si importante qu'elle remplissait dans la guerre. Au cours des cinq derniers mois de 1914, elle demanda au public et reçut de lui 16 millions de francs ; en 1915, ce chiffre passait à 108 millions ; à 416 millions en 1916 ; à 1 milliard 333 millions en 1917, soit, au total, près de 1 milliard 900 millions. Cette statistique n'exprime pas, d'ailleurs, tout l'effort réalisé, puisqu'elle ne comprend point les fonds prélevés sur les bénéfices, sur les réserves, sur les capitaux personnels et même sur les emprunts, quand ceux-ci n'ont pas donné lieu à un placement dans le public ».

Rappelons qu'avant la guerre il était introduit bon an mal an, sur le marché de Paris, tant au parquet qu'en coulisse, pour 4 milliards ou 4 milliards 1/2 de francs de titres nouveaux souscrits généralement pour plus des deux tiers par l'épargne française.

Les chiffres qui précèdent donnent d'ailleurs une idée surfaite des affaires financières traitées sur le marché de Paris pendant les années de guerre. Nombre de titres en effet furent pris par les banques ou placés dans le public

par leur intermédiaire et beaucoup ne figurent pas à la cote du parquet ou à celle du marché en banque (1).

★
★★

Reprenons l'ordre chronologique que nous avons adopté en laissant de côté les derniers mois de 1914 et entrons un peu dans le détail. Nous avons vu que l'an-

(1) Le Conseil d'administration du Crédit lyonnais a complété en 1920 les données qu'il avait fournies en 1918. Son rapport fait cette constatation que les capitaux effectivement versés par les souscripteurs de titres, y compris les émissions de fonds publics sous toutes les formes, ont atteint, du 1^{er} août au 31 décembre 1914, 2 milliards 160 millions ; 17 milliards 144 millions en 1915 ; 17 milliards 35 millions en 1916 ; 17 milliards 147 millions en 1917 ; 28 milliards 741 millions en 1918 ; 38 milliards 779 millions en 1919. Soit, en cinq ans et demi, plus de 120 milliards de francs.

Voici maintenant, d'après l'*Economiste européen*, n° du 8 octobre 1920, par catégories, le détail des opérations pratiquées sur les marchés français de 1915 à 1918 inclusivement :

EMISSIONS ET INTRODUCTIONS

	Françaises	Etrangères	Totaux
	(En francs)		
1915			
Fonds d'Etats, de départements et de villes.....	15.204.960.000		15.204.960.000
Obligations diverses	329.195.000		329.195.000
Actions de capital et d'apport	36.489.000	2.660.000	39.149.000
	15.570.644.000	2.660.000	15.573.304.000
1916			
Fonds d'Etats, de départements et de villes.....	11.513.978.000		11.513.978.000
Obligations diverses	413.811.000	8.571.000	422.382.000
Actions de capital et d'apport	145.266.900	99.392.222	244.659.122
	12.073.055.900	107.963.222	12.181.019.122

née 1915 fut marquée par notre premier grand emprunt national qui devait dégager la dette flottante et la majeure partie de la dette à plus long terme émise en vertu de la loi du 10 février de la même année sous forme d'obligations de la Défense nationale remboursables en dix ans. Mais, en raison de l'intensité de la crise de 1914 et des dispositions prises officieusement par le ministre des Finances, avant même qu'il existât un texte législatif pour

	Françaises	Etrangères	Totaux
	(En francs)		
1917			
Fonds d'Etats, de départements et de villes.....	15.435.096.000		15.435.096.000
Obligations diverses	1.587.311.000		1.587.311.000
Actions de capital et d'apport	475.662.200	151.845.650	627.507.850
	17.498.069.200	151.845.650	17.649.914.850
1918			
Fonds d'Etats, de départements et de villes.....	30.690.456.000		30.690.456.000
Obligations diverses	1.127.070.000		1.127.070.000
Actions de capital et d'apport	629.304.500	72.250.000	701.554.500
	32.446.830.500	72.250.000	32.519.080.500

A ces totaux, il conviendrait d'ajouter le montant des capitaux investis dans les bons et obligations de la Défense nationale, pour lesquels le ministère des finances n'a publié aucune statistique périodique de ces placements. On sait seulement, par les chiffres communiqués en différentes circonstances, que la valeur de ces titres en circulation, qui atteignait 2.847 millions le 25 janvier 1915, s'élevait à 8.533 millions le 31 octobre 1915, à 15.074 millions le 30 septembre 1916, à 20.211 millions le 15 août 1917 et à 30 milliards environ au mois d'octobre 1918. Le placement annuel ressort ainsi approximativement à 7 milliards pour les années 1915 et 1916, 6 milliards pour l'année 1917 et à 8 milliards et demi pour l'année 1918.

Nous donnons la comparaison avec l'année 1913, année inférieure à la normale. M. Emm. Vidal (*Cote Vidal*, 31 déc. 1913-1^{er} janv. 1914) donne les chiffres suivants:

enrayer les émissions, les cotations de valeurs nouvelles et les émissions effectuées par les Sociétés privées furent peu importantes. M. Klotz n'en a pas fait état. Nous pouvons mentionner une émission de 50 millions en obligations 5 % de la Compagnie du Canal de Suez et une de 12.500.000 francs de bons 6 % de la Compagnie des Tramways de Paris et du Département de la Seine. A noter aussi deux émissions de bons à court terme de la Ville de Paris.

★
★ ★

Malgré la prolongation de la guerre bien au delà de

	Françaises	Etrangères	Totaux
1913		(en Francs)	
Admissions et introductions			
au Parquet	2.000.000.000	1.300.000.000	3.300.000.000
Admissions et introductions			
en Coullisse	100.000.000	500.000.000	600.000.000
	2.100.000.000	1.800.000.000	3.900.000.000

Il faut ajouter les placements directs faits aux guichets des Sociétés de crédit et des Compagnies de chemins de fer, sans publicité ni prospectus. Une importante fraction de ces titres n'ayant pas été cotée au Parquet ou au marché en banque n'entre pas dans les chiffres précédents. En combinant ceux-ci avec les données fournies par M. G. Lachapelle (*Nos finances pendant la guerre*, p. 199), on peut les évaluer très approximativement, pour cette même année 1913, à 1.100.000.000 en valeurs françaises et 950.000.000 en valeurs étrangères, soit un total général de 5,950 millions environ.

Avec ces évaluations, le montant de ce que l'épargne a réellement absorbé n'apparaît que très imparfaitement. Elles n'indiquent pas, en effet, s'il s'agit de la valeur nominale ou de la valeur totale d'après les prix d'émission, les premiers cours cotés ou les cours de fin d'année. De plus, elles relèvent bien le montant des titres admis ou introduits sur le marché ainsi que ceux pour lesquels les banques ont rempli les déclarations légales, mais elles ne peuvent indiquer le montant du non-placé ainsi que celui des titres amortis ou rapatriés dans leur pays d'origine. De sérieux correctifs doivent donc être apportés. (Lire notre remarque, page suiv., en note.)

la durée que l'on pouvait lui assigner à l'origine et à son extension dans les Balkans, le pays manifesta dès 1916 sa vitalité par l'intensité de ses efforts pour ranimer l'activité économique et financière. L'agriculture luttant avec vigueur contre les difficultés de l'état de guerre et les restrictions de la main-d'œuvre assura une récolte peu inférieure à celle des années normales. Dans un magnifique élan, notre industrie procéda à la réorganisation de ses usines, créa de nouveaux outillages, apportant ainsi un concours des plus efficaces à la défense nationale pour la fabrication intensive du matériel de guerre. Aussi l'année 1916 fut-elle beaucoup plus active au point de vue financier. Elle fut marquée par le renouvellement des bons municipaux de la Ville de Paris, l'émission d'une nouvelle tranche de 300 millions, par celle des bons du département de la Seine (42.170.000 francs) et par l'émission du deuxième emprunt national dont nous parlerons plus loin. Pour les Sociétés privées, les émissions furent encore peu importantes : M. Emmanuel Vidal les évalue à 138 millions de francs au total (1). Nous ne pouvons relater ici que les grandes lignes de notre activité financière. Elle s'exerça dans la fondation de la Compagnie franco-espagnole du chemin de fer de Tanger à Fez, que notre Gouvernement considérait comme une entreprise nationale à constituer sans délai, et principalement dans les entreprises concernant l'œuvre commune de la défense

(1) *Cote de la Bourse et de la Banque*, numéro du 1^{er} janvier 1917. Nous donnons intentionnellement ces différents chiffres qui ne s'accordent pas. Ce qui prouve qu'un organisme centralisateur de renseignements et de statistiques financiers ne serait pas superflu.

et de la reprise de l'activité du pays. On peut faire mention notamment des émissions suivantes :

Obligations 6% de la Société normande de métallurgie,
— — de la Compagnie française Thomson-Houston,
— — de la Compagnie des Tramways de l'Est parisien,
Bons 6 % de l'Energie électrique de la Basse-Isère,
— — de la Société hydro-électrique Drac-Romanche.
— 5 3/4 % de la Société du Gaz de Paris, etc...

Parmi les augmentations de capital intéressant diverses entreprises nationales ou alliées, celles de :

la Société Horme et Buire,
les Tréfileries et laminoirs du Havre,
les Etablissements Poulenc frères,
les Produits chimiques d'Alais et de la Camargue,
la Compagnie des Chargeurs réunis,
la Société « L'Eclairage électrique »,
les Laminoirs de cuivre et cartoucheries de Toula,
les Usines franco-russes, etc...

Puis quelques affaires nouvelles : la Compagnie nationale de matières colorantes et de produits chimiques, la Société normande de métallurgie, la Société provençale de constructions navales, la Société pour l'industrie chimique en France, les Forges et ateliers de la Fournaise, la Compagnie française de réassurances, etc...

Enfin s'organisèrent financièrement les Foires de Lyon et de Bordeaux, qui attirèrent l'attention de nos commerçants et ceux de l'étranger.

★ ★

Pour les avoir personnellement constatés ou subis, il nous est facile de repasser dans notre esprit les événements économiques qui ont marqué la quatrième année de la guerre.

D'un côté, la nation attendant la victoire qui devait couronner son héroïsme et sanctionner son droit ; la France industrielle privée de la houille, du minerai, des betteraves, des hauts-fourneaux, des usines et fabriques, des richesses des départements envahis, faisant face aux nécessités de la défense et aux besoins les plus impérieux du pays ; la reprise, dans des proportions appréciables, des transactions commerciales ; la liquidation progressive du portefeuille moratorié ; la crise des changes enrayée en partie ; la vulgarisation des paiements par compensation, par virements en banque et par chèques pour ralentir l'inflation de la circulation fiduciaire.

D'autre part, une récolte déficitaire ; les importations plus nécessaires et cependant plus entravées que jamais ; le manque de fret, la guerre sous-marine ; l'insuffisance des moyens de transport par terre ; et puis, la raréfaction de la main-d'œuvre ; la hausse déjà inouïe des prix de revient et plus encore des prix de vente ; les réquisitions, la taxation, les restrictions ; le trouble apporté dans le contrat de travail et dans l'application des lois économiques les mieux établies.

Quoiqu'il en soit, en 1917, le réveil de l'activité industrielle s'accrut du fait des besoins croissants de nos armements et de l'exécution des commandes en résultant et appela des concours financiers de plus en plus larges. Ceux-ci se manifestèrent par la création de Sociétés nouvelles, les augmentations de capital de Sociétés existantes et aussi des crédits ou des émissions de bons ou d'obligations.

Parmi les Sociétés auxquelles des concours financiers ont été apportés pour l'augmentation de leur capital, nous mentionnerons :

la Société des anc. Etablissements Hotchkiss,
la Société normande de métallurgie, qui, créée l'année précédente,
porta en janvier 1917 son capital de 25 à 40 millions, puis en août à
44.200.000 francs,

la Société d'Outillage mécanique et d'Usinage d'artillerie,
la Société de moteurs à gaz et d'industrie mécanique,
les Forges et Aciéries de Firminy,
les Ateliers de construction du Nord et de l'Est,
la Compagnie des Mines, Fonderies et Forges d'Alais,
la Compagnie pour la fabrication des Compteurs et matériel d'usines
à gaz,

l'Energie électrique du littoral méditerranéen,
l'Energie électrique du Sud-Ouest,
la Compagnie générale d'électricité,
la Société Lorraine d'énergie électrique,
l'Energie industrielle,
la Compagnie électrique de la Loire et du Centre,
la Compagnie générale transatlantique,
la Manutention mécanique industrielle,
la Société de l'Air liquide,
la Compagnie française du Froid-Sec,
la Société des Caoutchoucs de Padang.
la Banque nationale de Crédit,
la Banque industrielle du Japon, etc...

A l'étranger, on peut signaler la Société espagnole de
Constructions électro-mécaniques, fondée en juillet 1917,
au capital de 25 millions de pesetas. Cette Société dont le
siège social est à Madrid a été créée par une association
d'industriels espagnols, français et belges et a pour objet
la construction, à Cordoue, d'ateliers de fabrication de
cuivre électrolytique et de matériel électrique.

Nombre d'entreprises industrielles continuèrent d'of-
frir au public des bons et obligations du type 6 %, nets
d'impôts présents et futurs, remboursables ordinairement
sous un délai de 10 à 20 ans, en vue de compléter leur
outillage nécessaire aux besoins de la défense nationale.
Nous citerons :

les Tréfileries et Laminoirs du Havre,
les Etablissements Delaunay-Belleville,

les Automobiles Delaunay-Belleville,
la Société Lorraine des anc. Etablissements de Diétrich et Cie,
la Compagnie française des Métaux,
la Compagnie des Produits chimiques d'Alais et de la Camargue,
La Société des Ateliers et Chantiers de la Loire,
la Société normande de métallurgie,
la Société d'Outillage mécanique et d'Usinage d'artillerie,
la Société des moteurs à gaz et d'industrie mécanique,
la Société Horme et Buire,
la Maison Bréguet,
la Compagnie générale de Construction de locomotives,
la Compagnie des freins Westinghouse,
le Matériel roulant,
la Compagnie pour la fabrication des Compteurs et Matériel d'usines
à gaz,
l'Energie électrique du Sud-Méditerranéen,
l'Energie électrique du Sud-Ouest,
la Compagnie d'électricité de l'Ouest parisien,
la Compagnie générale d'électricité,
la Compagnie centrale d'énergie électrique,
la Compagnie électrique de la Loire et du Centre,
le Sud-Electrique,
l'Energie électrique de la Basse-Loire,
la Société des Filatures, Corderies et Tissages d'Angers,
les Phosphates de Gafsa,
les Etablissements Fournier,
les Produits chimiques de l'Ouest,
les Papeteries Bergès,
les Papeteries de l'Ouest, etc...

Enfin, un certain nombre d'affaires concernant les besoins généraux du pays se constituèrent sous l'égide de certains groupements financiers et industriels actifs (les groupes Schneider, Giros, Thomson-Houston, Forges et Aciéries de la Marine et d'Homécourt avec l'appui de Banques d'affaires, principalement de la Banque de l'Union parisienne). On peut mentionner avec MM. Schneider et Cie, les Tréfileries et Laminoirs du Havre, la Société française de constructions mécaniques (anciens Etablissements Cail) et un groupe de financiers, la création de la Société normande de Constructions navales, au capital de

20 millions de francs, ayant pour objet principal la construction et l'exploitation au Havre d'un chantier de constructions navales. Et sous les auspices d'autres groupes, les Chantiers navals français, la Compagnie de Construction de Locomotives (Batignolles-Châtillon).

Indépendamment de ces opérations conclues par des Sociétés travaillant sous des formes diverses pour la défense nationale, il y eut, en dehors du grand emprunt national 4 % 1917, un certain nombre d'émissions publiques. Au courant du premier trimestre 1917, le Crédit foncier de France émit un emprunt à lots 5 1/2 % de 600 millions de francs pour s'assurer les capitaux nécessaires à la reprise de ses opérations hypothécaires, principalement dans les régions dévastées, et la Ville de Paris consolida par une émission de 632 millions de francs d'obligations quinquennales 5 1/2 % la dette qu'elle avait contractée précédemment sous forme de Bons à court terme. D'autres villes, telles que la ville de Marseille et la ville de Saumur, réalisèrent aussi un emprunt, ainsi que quelques groupements reconnus d'utilité publique, comme la Chambre de commerce du Havre (emprunt 5 1/2 %) et la Compagnie du chemin de fer franco-éthiopien de Djibouti à Addis-Abeba (emprunt de 45.000 obligations de 500 francs 5 1/2 %, net d'impôts, garanti par l'Etat français).

★★

L'année 1918, la cinquième et dernière de la guerre, fut particulièrement troublée par les événements militaires. A la fixité du front succédèrent des mouvements, parfois angoissants, de ces armées qui faisaient leur

ultime effort pour obtenir une solution. Les alternatives de lutte amenèrent à aborder des problèmes très graves, comme, par exemple, celui des précautions exceptionnelles à prendre lorsque l'ennemi s'était rapproché de Paris et intensifiait son bombardement diurne et nocturne. Enfin, le 11 novembre, l'Allemagne, battue militairement et moralement, déposa les armes après avoir revêtu de sa signature un armistice glorieux pour les alliés.

Au point de vue économique, l'année 1918 fut marquée par une hausse croissante du prix de toutes choses. Cette hausse servit de prétexte à un relèvement important des profits pour certaines branches de production et de commerce et au renchérissement de la main-d'œuvre. L'extension de la circulation fiduciaire déterminait un accroissement des moyens d'achat qui contribuait à développer la demande au moment même où la marchandise se faisait rare pour des motifs divers : épuisement des stocks, affectation presque exclusive des usines aux fabrications de guerre, réduction des importations, conséquence de l'absorption du fret pour les transports militaires, enfin arrivée sur le marché national de consommateurs étrangers (armées et missions des nations alliées ou amies), habitués à la vie large.

Outre le quatrième et dernier emprunt de guerre, d'importantes opérations financières privées eurent lieu au cours de l'année 1918. De nombreuses Sociétés de premier plan procédèrent à des augmentations de capital en vue de satisfaire aux exigences de leur développement et de se préparer à coopérer à la restauration nationale. Parmi les émissions nouvelles, il n'est pas inutile de faire remarquer que nombre d'entre elles ne firent entrer dans les caisses des Sociétés intéressées aucun capital nouveau,

car elles furent réalisées par remise d'actions nouvelles en représentation des réserves sociales.

Nous enregistrons les augmentations de capital des Sociétés suivantes :

la Société des Forges et Aciéries de la Marine et d'Homécourt,
la Société des Usines métallurgiques de la Basse-Loire,
les Ateliers et Chantiers de la Gironde,
la Société normande de métallurgie (capital porté à 52.200.000 frs),
la Société métallurgique de l'Ariège,
les Etablissements J.-J. Carnaud et Forges de Basse-Indre,
les Automobiles Bellanger frères,
la Compagnie française du Bi-métal,
la Compagnie des Produits chimiques d'Alais et de la Camargue,
la Société française Thomson-Houston.
la Société générale de Force et de Lumière,
la Société d'Eclairage par le Gaz de Clermont-Ferrand,
la Compagnie française des Câbles télégraphiques,
les Ateliers et Chantiers de Bretagne,
la Société des Chantiers navals français,
la Société des Grands travaux en béton armé,
la Société des Phosphates tunisiens,
les Mines de fer de Segré,
la Société normande d'alimentation, etc...

Les bons et obligations, émis pour la plupart à 6 % avec exemption d'impôts, conservèrent la faveur des capitalistes :

Obligations de la Société des Forges et aciéries de la Marine et d'Homécourt,
— de la Société normande de métallurgie,
— des Hauts Fourneaux et Forges d'Allevard,
— des Etablissements Delaunay-Belleville,
— de la Société anonyme des Anc. Etablissements Dubigeon,
— de la Société des Automobiles Berliet,
— des Usines métallurgiques de la Basse-Loire,
— des Forges et Aciéries Paul Girod.
— de la Société des Etablissements J.-J. Carnaud et Forges de Basse-Indre,
— des Tréfileries et Câbleries de Bourg (Ain),
— des Boulonneries de Bogny-Braux,
— de la Compagnie générale de Constructions navales,
— de la Société d'Eclairage par le gaz de Clermont-Ferrand,
— de la Compagnie électro-mécanique,

- de la Compagnie centrale d'éclairage et de transport de Force par l'électricité, à Limoges,
 - de la Société des Forces motrices de la Garonne,
 - de la Société de l'Air liquide,
 - des Etablissements Fournier,
 - des Filatures, Corderies et Tissages d'Angers 1918,
 - des Abattoirs industriels du Sud-Ouest.
 - de la Société des Ciments Portland artificiels d'Arreau,
 - de la Société Paris-Maroc,
 - de la Société normande d'alimentation,
 - 5 1/2 % de la Chambre de Commerce de Caen,
- Bons de la Société des Chantiers et Ateliers de la Gironde,
- des Acéries de Grand Couronne,
 - des Etablissements Sohier,
 - des Usines Fredet,
 - de la Compagnie d'électricité de l'Ouest parisien 1918,
 - de la Société des Forces motrices de la Vienne,
 - les Exploitations électriques,
 - de la Société Gaz et Electricité de Gaillac,
 - 6 1/2 % de la Société toulousaine de Bazacle,
 - des Etablissements Antoine Chiris,
 - de la Société internationale de régie coïntéressée des Tabacs du Maroc, etc...

Un certain nombre d'affaires nouvelles virent également le jour. Ainsi, l'accroissement de tonnage de notre matériel naval devenait l'un des premiers objets sur lesquels se portait au premier rang l'intérêt des pouvoirs publics; de même que celui de notre commerce et de notre industrie. Pour répondre à cette préoccupation se constituèrent la Société des Chantiers navals de l'Ouest et la Compagnie Générale de Constructions navales, sans compter les augmentations de capital de Sociétés déjà existantes.

De même, la longue période de guerre fit ressortir les conséquences déplorables de l'absence de méthode et d'outillage pour la répartition des produits de l'élevage national et mit en évidence la nécessité d'y remédier par le développement de l'industrie frigorifique. La Société

d'abattoirs et d'entreprises frigorifiques, constituée en 1913 au capital de 1 million n'avait pas encore fonctionné pratiquement. Son capital fut porté en 1918 à 10 millions en vue de l'établissement dans les centres d'élevage d'abattoirs industriels et d'entrepôts frigorifiques (1). D'autre part, une de ses filiales construisit dans les sous-sols des Halles un entrepôt frigorifique dont elle obtint la concession de la Ville de Paris. Egalemeut sous les auspices de la Banque de l'Union parisienne fut créée la Société nationale de Matériel agricole.

L'année 1918 fut encore marquée par le renouvellement et la réémission de Bons municipaux de la Ville de Paris et par le placement d'un emprunt marocain 5 % garanti par le Gouvernement français. Certaines émissions eurent également lieu à l'étranger sans que les porteurs français aient pu exercer leur droit de souscription.

Nous ne devons pas passer sous silence les placements d'obligations que nos grandes Compagnies de chemins de fer ont été obligées de faire à jet continu pendant toute la durée de la guerre et postérieurement à celle-ci, à leurs guichets ou à ceux des établissements de crédit, pour faire face à leurs travaux complémentaires ou, en ce qui concerne le Nord et le P.-L.-M., pour couvrir également leurs insuffisances annuelles d'exploitation (art. 20 de la loi du 26 décembre 1914 (2)).

(1) Cette Société a été absorbée en mai 1920 par la Compagnie d'alimentation et d'installations frigorifiques au capital de 40 millions.

(2) M. Neymarck a consacré deux articles sur les émissions et les remboursements d'obligations des six grands réseaux (Ouest compris) dans les numéros du *Rentier* des 17 février et 27 avril 1920.

Nous en extrayons les chiffres suivants:

Tous les titres émis ne bénéficièrent pas de l'introduction à la cote officielle. Il y eut d'autre part un certain nombre de radiations concernant pour la plupart des titres d'entreprises étrangères (suédoises, hongroises, mexicaines, brésiliennes, etc...) qui s'étaient désabonnées au timbre.

★
★★

Après la signature de l'armistice, une courte période de recueillement se produisit, à laquelle succéda une activité financière et spéculative sans exemple sur le marché français depuis le début des hostilités. Celle-là fut provoquée par la nécessité impérieuse de grouper les capitaux nécessaires à la réfection de notre outillage et à sa réadaptation à l'œuvre de paix, celle-ci par l'abondance des disponibilités et la dépréciation de la monnaie. Il y

Années	Obliga- tions vendues	Prix de vente (millions)	Obliga- tions amorties	Montant en capital (millions)
1913	997.679	403,4	437.256	219,2
1914	821.601	348,5	403.067	186,2
1915	646.937	253,0	481.731	224,1
1916	884.775	313,2	501.374	258,5
1917	1.374.978	492,7	530.251	263,9
1918	1.341.314	489,8	565.809	272,6
1919	3.579.420	1.396,7	601.456	303,8
	8.649.025	3.293,9	3.083.688	1.509,1

soit, pour la période de 1914 à 1919, un excédent d'émission d'un milliard 784 millions, 8.

M. Neymarck a fait remarquer que, depuis 1885, le chiffre le plus élevé d'émission a été réalisé en 1919, et le chiffre le plus faible en 1906 avec 67 millions pour 153.431 obligations

eut donc non seulement une éclosion d'entreprises nouvelles, mais encore pour satisfaire aux exigences de leur réadaptation industrielle ou commerciale de nombreuses sociétés s'assurèrent des disponibilités fraîches ou affectèrent leurs réserves à l'augmentation de leur capital. D'un autre côté, fait qui ne s'était pas produit depuis le début des hostilités, la plupart des banques d'affaires, prévoyant le rôle considérable qu'elles devaient être appelées à jouer au lendemain de la ratification par les Parlements des traités de paix, dans le grand mouvement de restauration industrielle et économique, réunirent leurs actionnaires pour porter leur capital à un chiffre parfois double du chiffre antérieur.

La Banque d'affaires est en effet appelée à s'intéresser à tous les placements, tant à intérêt fixe qu'à intérêt variable, à accorder des crédits importants aux entreprises en voie de formation, à escompter les effets d'entreprises de toutes sortes, et il faut pour remplir ce rôle utile entre tous une trésorerie des plus aisées.

Le rapport du Conseil d'administration de la Banque de Paris et des Pays-Bas présenté à l'assemblée du 2 septembre 1919 a résumé le programme d'après-guerre d'une grande banque d'affaires qui n'est, a-t-on dit, qu'un grand capitaliste :

« Le programme d'action immédiate qui s'impose à notre pays est très vaste. Il comporte la reconstitution des régions dévastées, l'aide à fournir au commerce et à l'industrie pour l'obtention de matières premières, de denrées et de crédits, le rétablissement de notre marine marchande, le développement de l'outillage national et colonial.

« D'autre part, l'esprit d'initiative s'est considérablement développé dans notre pays pendant la guerre. De grandes transformations industrielles y ont été accomplies. Certains progrès

techniques, réalisés en vue de la Défense nationale, sont susceptibles d'utilisation commerciale.

« Les groupes français devront aussi développer leur activité à l'extérieur pour favoriser l'extension économique de notre pays.

« La Banque de Paris et des Pays-Bas est naturellement appelée à prendre sa part dans la réalisation de ce programme, particulièrement en favorisant la création de sociétés ou leur transformation.

« Le développement des affaires sera facilité par la reprise espérée de l'activité du marché financier : il exige des moyens d'action adéquats. »

Il serait trop long d'énumérer les très nombreuses opérations de trésorerie auxquelles ont procédé, en 1919, les principales Sociétés. *Le Rentier* du 27 décembre 1919 en fournit une énumération copieuse.

Une place à part doit toutefois être faite pour nos grandes banques nationales. Le rapport du Crédit lyonnais pour l'exercice 1919 donne là encore des précisions intéressantes. Les banques françaises qui auraient procédé durant cette année-là à des augmentations de capital auraient été au nombre de 39 ; 35 autres auraient été fondées. De ces deux chefs, le montant des souscriptions se serait élevé à 1 milliard 108 millions et les versements à 550 millions (1).

(1) Les causes qui ont engendré cette activité financière ont été exposées par M. A. Liesse dans *l'Economiste français* du 26 juin 1920 : « Les augmentations de capital dans les entreprises industrielles et les banques » (Augmentation de la matière première, des salaires et appointements, reconstitution du matériel, nécessité d'avoir des capitaux de roulement augmentés et d'ajuster le capital social au prix déprécié du franc, toutes conséquences de l'inflation monétaire).

Pour 1919, il s'ajoutait une particularité qui explique la facilité et le succès même que rencontrèrent ces diverses émissions : aucun emprunt



Pour le développement de notre commerce extérieur, une banque, dite Banque nationale française du Commerce extérieur, patronnée par l'Etat français (loi du 23 octobre 1919), au capital initial de 100 millions s'est formée à la fin de 1919. Egalement sous le patronage de l'Etat (loi du 10 octobre 1919), s'est créée, en juillet 1919, au capital de 100 millions, une Société qui a pris le nom de Crédit national pour faciliter la réparation des dommages causés par la guerre. Son but est de procurer des fonds au moyen d'émissions d'obligations, afin de payer, pour le compte de l'Etat, aux commerçants et aux industriels sinistrés les indemnités et les avances prévues par la loi sur les dommages de guerre et de consentir, jusqu'à concurrence de 500 millions, aux industriels et commerçants, le crédit complémentaire indispensable pour assurer, avec la souplesse que les indemnités et les avances légales ne pourraient avoir, la reprise et le développement des entreprises.



Les augmentations de capital pendant la guerre ont donné lieu à une discussion intéressante qui avait pour but de démontrer le droit évident aux actionnaires em-

national de consolidation n'absorba en partie les disponibilités monétaires toujours croissantes. La circulation des billets de la Banque de France passa en effet du 26 décembre 1918 au 29 décembre 1919 de 30 milliards 249 millions à 37 milliards 274 millions. Et nous ne comptons pas les Bons de la Défense nationale qui jouaient, dans une certaine mesure le rôle de billets de banque (27 milliards en janvier 1919, 50 milliards en décembre 1919).

pêchés par faits de guerre (mobilisés, prisonniers, habitants des pays envahis) à n'être pas assimilés aux actionnaires négligents qui laissent leur droit de priorité en souffrance et à n'être pas atteints de forclusion.

M. E. Vidal a soutenu avec talent et avec raison, qu'en temps de guerre, les sociétés qui voulaient augmenter leur capital devaient voir leur opération grevée de l'obligation de ne pas porter atteinte aux droits des mobilisés et qu'elles devaient conserver les titres — la plupart émis à un prix sensiblement inférieur à celui pratiqué en bourse sur les actions déjà en circulation — à la disposition des ayants droit (1).

A l'objection faite que la loi veut que tout soit souscrit, M. Vidal a répondu que les Sociétés pouvaient passer cette charge à un tiers, syndicat de garantie, ou encore faire en faveur des mobilisés, après la cessation des hostilités, une émission spéciale aux mêmes conditions. Ces absents, disait-il, ont un droit à l'actif social et il n'appartient à personne de le diminuer.

Il est intéressant de noter à ce sujet les procédés un peu différents employés par deux Sociétés, la Société française des Galeries réunies et la Société de Penarroya, en 1917.

La Société des Galeries réunies, après avoir fait savoir, dans l'avis d'augmentation de son capital, que les actionnaires avaient un droit de souscription irréductible, ajoutait :

« Les actionnaires ont, en outre, le droit de souscrire

(1) Lire les articles de M. Em. Vidal dans la *Cote de la Bourse et de la Banque*, notamment dans les n^{os} du 18 janvier et du 10-11 février 1917.

à titre réductible, mais ce droit est soumis à la condition formelle que les souscripteurs seront tenus, pendant un délai qui expire six mois après la cessation des hostilités, de céder à ceux des actionnaires qui justifieront au Conseil d'administration n'avoir pu, à cause de la guerre, exercer leur droit de souscription pendant le délai ci-dessus fixé, le nombre d'actions qu'ils auraient pu souscrire à titre irréductible.

« Ces cessions auront lieu, moyennant, comme prix, le montant des sommes déboursées, augmentées d'intérêts à 6 o/o depuis le jour de chaque versement et diminuées, s'il y a lieu, des dividendes encaissés. »

Autrement dit, les absents pouvaient retrouver les titres nouveaux auxquels ils devaient avoir droit, y compris les dividendes encaissés pendant leur absence, à charge de payer un juste intérêt à ceux qui avaient avancé à leur place l'argent de la souscription.

La Société de Penarroya procéda de la façon suivante :

« Les actions non souscrites le 5 mars 1917 le seront par les banquiers de la Société, qui, pendant une période de sauvegarde de six mois après la cessation des hostilités, céderont aux actionnaires français ou alliés empêchés un nombre d'actions égal à celui que ces derniers auraient eu le droit de souscrire, et ce, dans les conditions spécifiées aux résolutions votées par les Assemblées générales du 31 janvier dernier.

« Sont uniquement considérés comme empêchés les actionnaires français ou alliés mobilisés, prisonniers ou retenus en pays envahis ou ennemis ou les actionnaires français et alliés dont les titres sont restés en pays envahis ou ennemis. »

Ici, ce n'étaient plus les actionnaires individuellement qui pouvaient souscrire les titres délaissés, sauf à les retrocéder ensuite ; c'étaient les banquiers de la Société et c'étaient eux qui étaient chargés de la retrocession.

Enfin, dans l'augmentation de son capital faite en sep-

tembre 1919, la Banque de Paris et des Pays-Bas, dans son prospectus d'émission, disait plus simplement :

« Les actionnaires qui justifieront avoir été empêchés d'exercer, dans le délai prescrit, leur droit de préférence, soit pour cause de mobilisation, soit à raison de la privation de leurs titres par faits de guerre, pourront exercer ce droit jusqu'à l'expiration d'un délai d'un mois après la date de la cessation des hostilités, telle qu'elle sera fixée par une loi ou un décret, à charge par eux de tenir compte des intérêts de retard au taux de 5 o/o. »

Quel qu'ait été le procédé employé — quoique pour des raisons pratiques nous réservions notre préférence aux deux derniers — on ne pouvait que se féliciter de voir se développer au sein des Sociétés la notion qu'il n'est pas permis de porter atteinte aux droits des « absents » (1).



Il n'existe pas une relation nécessairement intime entre l'activité financière et l'activité boursière, considérées en un même laps de temps. La seconde procède évidemment dans une certaine mesure de la première, mais dans le devenir seulement. Ce qui n'empêchait pas, avant la guerre, les intermédiaires de bourse d'être en sympathie tout à fait relative avec les établissements de crédit

(1) Cette expression n'est pas juridiquement exacte. L'état d'absence est nettement défini par le Code civil. Ni les mobilisés, ni les habitants restés en pays envahis ne pouvaient être considérés, en droit, comme absents.

pour les raisons que nous avons exposées au début de notre étude (1).

Si nous laissons de côté ces questions de concurrence commerciale, les deux tableaux ci-joints, que nous avons dressés d'après les chiffres publiés chaque mois par le ministère des Finances, permettront d'apprécier l'augmentation de l'importance du portefeuille français de valeurs mobilières au cours de ces cinq dernières années, ainsi que le relèvement progressif de l'activité de notre marché financier. Ne déduisons pas surtout du premier une augmentation de la richesse nationale. Cette prospérité due à une inflation déraisonnable de la circulation fiduciaire n'est qu'apparente, encore qu'elle ne porte pas trace de la majeure partie de la dette de l'Etat non soumise aux impôts, et nous en avons la preuve la plus palpable dans la hausse des prix et dans la dépréciation de notre change. Dès 1919, on évaluait que les portefeuilles des particuliers n'étaient plus composés que du huitième des titres étrangers (2) qui constituaient, en 1913, la base solide de notre situation monétaire internationale, alors que la France jusque-là créditrice partout et débitrice nulle part était chargée d'une dette extérieure qui montait à trente milliards (3).

(1) C'est un état d'esprit qui doit être, en quelque sorte, naturel, car il paraît que les banques régionales de l'Est seraient entièrement opposées à l'ouverture d'une Bourse à Nancy.

(2) *L'Illustration économique et financière*, n° du 19 juillet 1919, p. 439.

(3) Chiffre donné par M. Klotz, ministre des Finances, le 6 novembre 1919. (Discours prononcé au banquet de la Presse économique).

Sur la situation financière de la France en 1919, lire le rapport de M. André Lefèvre fait à la Commission des crédits de la Chambre en

Aux commentaires donnés par le ministère, il faut ajouter, du moins en ce qui concerne l'impôt sur les opérations de bourse, l'influence causée dans les esprits par les événements militaires ou diplomatiques. C'est ainsi que de mars à juillet 1918, pendant la grande offensive allemande « nach Paris », le rendement de l'impôt de bourse a diminué de 13 % comparativement à l'année précédente, sans qu'il faille rechercher d'autre motif que l'émigration d'une partie de la population vers des régions moins dangereuses. Au surplus, il faut noter que le ministre des Finances a cru ne devoir pas prendre comme année comparative normale l'année 1913. En effet, l'Europe était déjà dans une situation exceptionnelle créée par la réouverture de la question d'Orient : au cours de l'année 1913 le rendement de l'impôt sur les opérations de bourse accusait une diminution de 3.200.000 francs par rapport à l'année 1912 (9.840.000 fr. contre 13.005.000 fr.). Enfin et surtout, les chiffres donnés comme étant ceux d'une année normale tiennent compte des prévisions que faisaient naître les majorations d'impôts votées, en 1914, un peu avant le conflit (lois des 29 mars et 15 juillet 1914).

★
★★

décembre 1919. D'importants passages ont été publiés dans *l'Economiste français* du 3 janvier 1920. Lire également l'exposé fait à la Conférence financière internationale de Bruxelles (*Le Temps*, 1^{er} octobre 1920) par M. de Fleuriau, délégué de la France ; le rapport de M. Doumer à la Commission des finances du Sénat (*L'Illustration économique et financière* du 9 octobre 1920, graphiques sur couverture); un exposé de M. Klotz publié dans la livraison de novembre 1920 de la *Revue économique internationale*; enfin, une lettre de M. Ribot envoyée au *Journal des Débats* (n° du 13 décembre 1920).

RENDEMENT DE L'IMPOT SUR LE REVENU DES VALEURS MOBILIERES PENDANT LA GUERRE (d'après les chiffres publiés par le Ministère des Finances pendant la guerre)

MOIS	ANNÉE NORMALE	1914	1915	1916	1917	1918	1919
Janvier	33.644.500	29.844.500	28.730.000 ¹	26.380.000	34.744.500 ⁶	42.991.500	44.576.500
Février	5.300.500	1.590.500	7.640.000 ²	8.614.000	11.693.500 ⁷	11.399.000	9.750.500
Mars	6.551.000	2.751.000	5.493.500 ²	11.343.500 ⁵	9.421.500	11.507.500	11.691.500
Avril	36.935.000	33.135.000	28.940.500	27.745.000	38.703.500 ⁷	43.780.000	47.303.000
Mai	8.816.000	5.016.000	6.320.000	9.450.000	14.191.500	12.221.500	14.021.000
Jun	7.062.000	3.262.000	7.283.500	9.338.500	14.113.000 ⁸	10.454.500	15.769.000
Juillet	35.847.500	32.047.500	23.861.000 ³	28.349.000	40.579.000 ⁸	43.809.000	50.982.500
Août	5.711.000	7.684.500	8.068.000	8.629.500	11.691.500	8.894.500	20.410.500
Septembre	3.108.500	941.500	3.804.000 ⁴	4.148.000	7.153.500	5.292.000	9.128.000
Octobre	32.868.000	27.838.500	23.731.500	29.766.500	39.511.000	40.366.500	46.410.500
Novembre	5.918.000	3.772.500	7.319.000	7.563.500	9.809.000	7.775.000	10.655.500
Décembre	7.380.500	5.466.000	6.582.000	9.965.000	10.807.000	12.353.500	9.550.500
Totaux	189.232.500	153.339.500	157.782.000	181.432.500	242.420.500	250.844.500	290.249.000

NOTES DU MINISTERE DES FINANCES

Les mois de janvier, avril, juillet, octobre correspondent aux échéances trimestrielles de la taxe de transmission et de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières dus par les Sociétés et établissements publics. Ces impôts sont liquidés, le premier, d'après le cours moyen des valeurs l'année précédente, le second, d'après les dividendes distribués durant la même année. Ils subissent l'influence des événements.

(1) Moins-value qui est le résultat de la non-perception de l'impôt sur les coupons dont le paiement a été suspendu par certaines Sociétés; et du retard apporté par plusieurs autres à l'acquiescement de la taxe.

(2) Ces augmentations sont dues en partie à la nouvelle taxe de 5 % (loi du 29 mars 1914), applicable à partir du 1^{er} juillet 1914, sur les coupons des fonds d'Etats étrangers et des valeurs étrangères non abonnées.

(3) Le fléchissement provient de la faiblesse des bénéfices réalisés par

les Sociétés en 1914, bénéfices qui servent au calcul provisoire de la taxe en 1915.

(4) « Il convient de souligner l'importance des ressources que le pays tire de son portefeuille de valeurs étrangères ».

(5) Encassements exceptionnels réalisés sur la taxe de 5 % de la loi du 29 mars 1914. Le délai de déclaration des coupons encaissés à l'étranger expirait le 31 mars.

(6) La taxe sur le revenu des valeurs mobilières accuse des augmentations particulièrement importantes, bien que les perceptions du mois, concernant des droits afférents à l'année 1916, n'aient pas été affectées par les tarifs de la loi du 30 décembre 1916.

(7) Augmentation provenant pour une part du relèvement de tarif réalisé par la loi du 30 décembre 1916.

(8) Résultat de la loi du 30 décembre 1916 et, pour une notable part, des conditions favorables dans lesquelles s'est réglé l'exercice 1916 pour un grand nombre de Sociétés.

RENDEMENT DE L'IMPOT SUR LES OPERATIONS DE BOURSE PENDANT LA GUERRE

(d'après les chiffres publiés par le Ministère des Finances pendant la guerre).

MOIS	ANNÉE NORMALE	1914	1915	1916	1917	1918	1919
Janvier	1.333.500	814.000	45.500	188.500	219.000	224.500	229.000
Février	1.600.000	1.025.000	53.500	187.500	200.000	226.500	356.000
Mars	1.245.000	725.000	63.500	173.500	213.500	206.500	270.500
Avril	1.311.000	791.000	75.000 ¹	180.000	212.000	172.500	327.000
Mai	1.368.500	848.500	62.000	197.000	228.000	197.000	477.000
Juin	1.241.000	721.000	55.500	180.000	195.500	175.500	471.000
Juillet	1.148.500	628.506	45.500	181.500	203.500	160.000	529.000
Août	1.254.000	90.000	52.000	193.000	224.500	225.000	553.000
Septembre	1.337.000	9.000	66.000	193.000	244.500	265.500	709.500
Octobre	1.433.000	8.500	381.000 ²	248.000	322.500	295.000	1.123.000 ³
Novembre	1.403.000	22.506	229.000	268.000	263.000	259.500	1.084.000
Décembre	1.295.000	35.500	183.500	182.000	249.500	193.000	1.030.000
Totaux.	15.969.500	5.718.500	1.312.000	2.342.000	2.775.500	2.600.500	7.159.000

NOTES DU MINISTRE DES FINANCES

(1) La majoration de l'impôt sur les opérations de Bourse (portés de 0 fr. 10 à 0 fr. 15⁰⁰), art. 31 de la loi de finances du 15 juillet 1914), tout en ne donnant encore que des produits peu élevés, poursuit ses effets.

(2) Résultat de la liquidation du 30 septembre.

(3) Malgré l'absence d'opérations à terme, le rendement de l'impôt sur les opérations de Bourse a atteint un chiffre notablement supérieur à celui du mois correspondant de 1913 (853.000 francs).

L'impôt sur les opérations de Bourse a produit, en 1919, un chiffre qui n'est pas inférieur à sept millions. Si nous employons la méthode adoptée par M. René Pupin (1), cette donnée nous apporte le moyen de reconstituer approximativement la valeur du capital échangé durant cet exercice à la bourse de Paris et sur nos marchés provinciaux.

Ce chiffre de sept millions se compose :

1° du produit d'un impôt de 15 centimes pour 1.000 fr. sur les valeurs diverses (rentes françaises exceptées) et dont la quotité effective ressort à 17 centimes environ, si l'on veut bien observer que les fractions de mille francs sont taxées à 15 centimes, à l'égal des tranches entières.

2° du produit d'un impôt fort minime sur les négociations de rentes françaises (0,0125 pour 1.000 francs de capital) qui exige, on le voit, des transactions considérables pour fournir un appoint sérieux au fisc.

Remarquons maintenant que ces taxes sont acquittées à la fois par l'acheteur et par le vendeur, ce qui signifie que sur toute mutation (achat ou vente) de 1.000 francs en capital, l'Etat reçoit respectivement dans les deux cas : $0,17 \times 2 = 0 \text{ fr. } 34$ et $0,0125 \times 2 = 0 \text{ fr. } 025$.

Enfin, si nous admettons comme M. Pupin que les échanges de rentes françaises ont représenté en 1919 de 20 à 25 % des négociations totales, les produits et les mutations de chaque catégorie se diviseraient ainsi :

(1) Lire son très intéressant article paru dans *L'Information* du 9 novembre 1919.

	Produits de l'impôt en 1919 (Francs)	Capital transmis en 1919 (Francs)
Valeurs diverses.....	5.250.000	15.441.000.000
Rentes françaises	1.750.000	7.000.000.000
	7.000.000	22.441.000.000

soit en chiffre rond un total de plus de 22 milliards de mutations.

Ce résultat est d'autant plus notable qu'il s'est inscrit dans le cadre étroit d'un marché au comptant, exigeant le règlement presque immédiat de tous les achats effectués. Il donne une idée assez exacte de l'activité qui devait régner sur le marché lorsque seraient rétablies les transactions à terme et souligne l'opportunité des garanties d'engagement si l'on voulait maintenir la notion du risque et le sens des quantités. En effet, pour les six premiers mois de l'année 1920 pendant lesquels fonctionnèrent conjointement le marché à terme et le marché au comptant et pendant lesquels le droit perçu resta le même (1), le produit fiscal s'éleva à la somme de 10.327.500 francs.

Nous terminerons ce chapitre par un dernier rapprochement.

Parallèlement aux ventes de valeurs mobilières, les produits pour ventes d'immeubles passèrent de 183 millions 208.500 francs en 1913 à 204 millions 813.000 francs en 1918, et à 550 millions de francs en 1919. Pour les six premiers mois de 1920 seulement pendant lesquels le

(1) C'est l'article 46 de la loi du 25 juin 1920 qui consacre de nouveaux droits (0 fr. 30 p. 1.000).

droit resta le même que pour ces trois années, le chiffre fut à peu près de 500 millions (1).

L'augmentation énorme de 1919 qui, sur la base de 7 %, représente une transmission de plus de 7 milliards 850 millions, soit plus du tiers du chiffre obtenu pour les valeurs mobilières, ne représente que pour une part, qui n'est pas la plus forte, la plus-value des propriétés ; elle indique par-dessus tout, d'après les renseignements du ministère des Finances, l'accroissement extraordinaire du nombre des ventes (2). « C'est une nouvelle affirmation de l'intensité des échanges qui caractérise les lendemains de guerre, et que l'on avait pu constater en 1872 déjà, dans une mesure beaucoup plus modeste, encore que symptomatique (Pupin). »

LES EMPRUNTS NATIONAUX 1916, 1917 ET 1918.

LE MARCHÉ DES RENTES.

Nous devons réserver une place particulière à nos grands emprunts nationaux en raison de l'énorme retentissement qu'ils ont eu dans le pays et du rôle considérable qu'ils jouent sur le marché financier. Ce sont eux qui, parce qu'ils n'étaient que des emprunts de consolidation et non des emprunts de liquidation, effrayèrent les

(1) L'article 25 de la loi du 25 juin 1920 a élevé à 10 % la taxe de 7 % établie par l'article 2 de la loi du 22 avril 1905.

(2) Dans le même temps, la libération des innombrables hypothèques qui pesaient sur la terre a révélé son extraordinaire productivité et mis en relief l'importance de l'épargne de nos campagnes.

sphères officielles pour leur admission sur le marché à terme lors de sa réouverture.

Les deux premiers emprunts 1915 et 1916, du type 5 % perpétuel, ont été l'œuvre de M. Ribot, le placement des deux suivants, du type 4 % également perpétuel, a été mené à bien par M. Klotz, ministre des Finances depuis le début de septembre 1917. A la cote, les deux 5 % figurent sur une même rubrique, et les deux 4 % font l'objet de deux cotations différentes.



Les ressources qui avaient été fournies par les rentrées d'impôts, les bons de la Défense nationale et les placements à vue chez les comptables, par les obligations de la Défense nationale, par diverses opérations de crédit à l'étranger et l'émission de rentes en 1915 avaient permis de faire face à une grande partie des dépenses de 1916. Il fallut néanmoins augmenter le compte des avances de la Banque de France qui, d'après la situation hebdomadaire du 14 septembre 1916, s'élevait à 8.500 millions, tandis que la circulation des billets atteignait 16.600 millions. Bien qu'il restât une certaine marge avant que la limite des avances de la Banque de France ne fût atteinte, il devenait utile de prendre des mesures non seulement pour dégager la situation, mais aussi pour assurer des ressources pendant une certaine période. Un second emprunt de la Défense nationale fut donc décidé par le Gouvernement et autorisé par la loi du 15 septembre 1916 et eut lieu du 5 au 29 octobre au taux de 88 fr. 75. Il ne diffère pas de la rente émise en 1915. Comme cette dernière, il est inconvertible jusqu'au 1^{er} janvier 1931.

Contrairement à ce qui s'était passé pour le premier emprunt, le 3 % perpétuel ne fut pas admis à la conversion en 5 % ; mais, furent admis en libération, en vertu des lois qui en avaient autorisé la création, les Bons et Obligations de la Défense nationale, ainsi que la rente 3 1/2 amortissable libérée avant le 31 janvier 1915 ou admise au bénéfice de l'article 12 de la loi du 31 mars 1915.

A la séance de la Chambre du 9 novembre 1916, M. Ribot communiqua les premiers renseignements généraux sur les résultats de l'emprunt. Le montant des souscriptions s'élevait à ce moment à 11 milliards 360 millions de capital nominal ; ce chiffre fut légèrement grossi à l'apurement définitif des travaux de l'emprunt. Les souscriptions en numéraire représentaient 5 milliards 500 millions. Le nombre des souscripteurs fut à peu près égal à celui de l'emprunt 1915 pour lequel on en avait compté environ 3.200.000.

Voici, d'après les journaux ou d'après leurs rapports, la part (en nominal) prise par les principales banques et institutions financières :

	Millions
Banque de France.....	3.948
Crédit Lyonnais	1.318
Société Générale	820
Comptoir national d'Escompte	720
Compagnie des agents de change.....	480
Banque nationale de Crédit.....	202
Crédit industriel et commercial.....	200
Crédit commercial de France.....	134
Crédit du Nord.....	117
Crédit mobilier	100
Société marseillaise de Crédit.....	100
Banque privée	72
Banque de Paris et des Pays-Bas.....	70
Crédit foncier	60
Banque française pour le Commerce.....	60

	Millions
	—
Banque de l'Union parisienne.....	60
Compagnie algérienne	60
Crédit français	55
Syndicat des Banquiers en valeurs.....	50
Banque des Pays du Nord.....	30,5

★
★★

Pour satisfaire aux mêmes besoins que l'année précédente (1), le nouveau ministre des Finances, M. Klotz, déposa au mois d'octobre 1917 un projet de loi concernant un troisième emprunt de guerre. Celui-ci fut voté à l'unanimité le 26 du même mois par la Chambre des Députés et le Sénat, après trois modifications de texte qui furent apportées par la Commission du budget. Deux d'entre elles eurent une importance pour le Trésor, bien que les modifications apportées aient été de sens différents.

En premier lieu, le projet ministériel donnait la faculté aux porteurs de rentes 5 % émises en 1915 et en 1916 de souscrire au nouvel emprunt au moyen des coupons de ces rentes à échoir le 16 janvier 1918, lesquels auraient été admis pour le double de leur valeur nominale. La Commission du budget écarta cette disposition en alléguant qu'il aurait pu se faire que les avantages consentis n'allassent pas à ceux que l'on voulait en faire bénéficier. Mais surtout pour le Trésor l'opération aurait été particulièrement onéreuse puisqu'il aurait, de ce fait, supporté la perte, dans lesdites souscriptions, de plus de

(1) Sur la situation hebdomadaire de la Banque de France du 11 octobre 1917 les avances à l'Etat figuraient pour 11.900 millions et les billets en circulation pour 21.600 millions.

300 millions de francs, si, comme il était à croire, la grande majorité des porteurs de ces rentes eut profité de cette disposition. De plus, il en découlait un second désavantage, en ce qui regardait le maintien des cours du nouveau titre. N'était-il pas à prévoir que beaucoup de ces souscripteurs privilégiés auraient réalisé leur bénéfice en vendant leurs rentes, d'où dépression du cours de l'emprunt 4 % ? Mais, quelles que soient les raisons qui déterminèrent la Commission du budget, il n'en résulte pas moins qu'elle évitait une perte sensible pour le Trésor. C'était assurément au profit des porteurs de 5 % qu'avait été introduite cette disposition et, en raison du type de rente adopté et des conditions générales du nouvel emprunt, ils devaient recevoir de cette façon, ainsi que l'exposa M. Klotz, une sorte de compensation.

La seconde modification n'apporta pas comme celle-ci une économie au budget. L'article 6 du projet spécifiait « qu'il est ouvert au budget général de l'Etat, jusqu'à ce qu'une loi ultérieure en décide autrement, un crédit qui sera affecté à la constitution, au moyen de versements mensuels de 30.000.000, d'un fonds spécial destiné à faciliter la négociation des emprunts de la Défense nationale ». Certains n'approuvèrent pas le principe de ce système que l'on défendit en invoquant l'exemple de l'Angleterre — ce qui n'était pas, à leur avis, une raison suffisante pour le légitimer. Or, le ministre des Finances avait limité l'importance de ce fonds de telle sorte que lorsque l'excédent disponible du fonds spécial de rachat aurait dépassé 180.000.000, les versements mensuels devaient être suspendus. Ce fut la Commission du budget qui doubla les chiffres et les porta respectivement à 60 et 360 millions. C'était un moyen plus ou moins efficace de maintenir le

cours des rentes des emprunts de la Défense nationale. Mais, cette mesure, qui n'a pas encore été abrogée, doit être essentiellement provisoire, car elle constitue une annulation de rentes non plus avec des excédents budgétaires, mais avec des ressources d'emprunt. On annule ainsi les bienfaits de la consolidation des dettes, puisqu'on convertit de la rente perpétuelle en dette flottante.

La troisième modification porta sur l'extension du maximum prévu de 10 milliards effectifs. La Commission du budget tint à donner plus de marge aux souscriptions réductibles, non libérées au moyen des bons et obligations de la Défense nationale et des titres de la rente 3 1/2 % lesquelles étaient irréductibles. Aussi réduit-elle de 9 à 8 milliards (art. 3 de la loi du 26 octobre 1917) la somme à partir de laquelle le chiffre de 10 milliards était augmenté d'un capital effectif égal à l'excédent des souscriptions irréductibles.

Pour se conformer aux véritables principes qui doivent régir les emprunts publics, c'est-à-dire d'assurer par l'accroissement d'impôts déjà établis ou par la création d'impôts nouveaux le service de la dette, le ministre des Finances annonça, au cours de l'exposé qu'il fit à la Chambre le 26 octobre, le dépôt de projets d'impôts en même temps que celui du projet de budget pour 1918 (1).

(1) Ce projet, déposé le 13 novembre 1917, après des débats souvent interrompus, ne fut voté que dans les derniers jours de juin 1918 (*J. O.*, du 30 juin). Cette loi comprenait une série de mesures fiscales, notamment un remaniement de l'impôt sur le revenu, l'obligation de faire enregistrer certains actes sous seing-privé, remaniement des taxes et droits de timbre sur les polices d'assurance, surtaxe sur les eaux-de-vie, liqueurs, sur le prix des places de voyageurs, impôt sur le transport des marchandises, etc...

L'avenir a prouvé que les ressources nouvelles, ainsi que la plus-value des impôts au cours de ces dernières années n'étaient que des mesures d'attente tardives et ne pouvaient suffire à équilibrer un budget qui, pour 1920, s'établissait avec 17.861 millions pour le budget ordinaire et 29.500 millions pour les deux sections du budget extraordinaire.

La souscription fut ouverte du 16 novembre au 16 décembre et le prix d'émission fut fixé à 68 fr. 60 % pour les titres libérés à l'origine, et à 69 fr. 20 pour les titres non libérés. Furent admis en libération les bons et obligations de la Défense nationale, ainsi que la rente 3 1/2 amortissable libérée avant le 31 janvier 1915 ou admise au bénéfice de l'article 12 de la loi du 31 mars 1915 et de l'article 8 de la loi du 30 juin 1917.

Cette rente jouit des privilèges et immunités attachés aux rentes perpétuelles émises en vertu des lois du 16 novembre 1915 et du 15 septembre 1916 et est exempte d'impôts. Elle est inconvertible jusqu'au 1^{er} janvier 1943.

D'après les déclarations officielles, les résultats furent les suivants (1) : 10.276.522.000 francs de souscriptions, sans compter les souscriptions recueillies à l'étranger, correspondant à 590 millions de rentes. La proportion du numéraire fut environ de la moitié de la souscription elle-même.

Le *Journal officiel* du 8 janvier 1918 publia le tableau de répartition. Les souscriptions jusqu'à 500 francs de rente à libérer en numéraire furent déclarées irréduc-

(1) Déclaration de M. Klotz à la séance de la Chambre du 28 décembre 1917 et Exposé rectificatif du budget des services civils pour 1918.

tibles. Au-dessus elles furent réduites de 4 à 6,5 %, selon les chiffres (1).

Nous donnons, soit d'après les journaux, soit d'après leur rapport annuel, en capital nominal, les parts respectives placées par nos grands établissements financiers :

	Millions
Banque de France	5.000
Crédit Lyonnais	1.547
Société Générale	1.030
Comptoir national d'Escompte	830
Banque nationale de Crédit.....	592
Société cent. des Banques de Province.....	343
Crédit industriel et commercial.....	302
Crédit commercial de France.....	202
Crédit du Nord	120
Société marseillaise de Crédit.....	96
Banque de Paris et des Pays-Bas.....	58
Banque de l'Union parisienne.....	48
Banque française pour le Commerce.....	41
Banque des Pays du Nord.....	35
Crédit Français	27

★
★ ★

Au moment même où se précisait la défaite de l'Allemagne, celle-ci commençait son neuvième emprunt de guerre, lequel devait atteindre un total de 10.443 millions de marks. De son côté, M. Klotz déposait le 17 septembre 1918 sur le bureau de la Chambre le projet de loi de notre quatrième emprunt de la Défense nationale (2). Ce projet

(1) Nous avons tout lieu de croire, qu'à titre exceptionnel bien entendu, chacun fut servi selon ses désirs.

(2) Les mêmes besoins se faisaient toujours sentir. Le 12 septembre 1918, les avances de la Banque à l'Etat s'élevaient à 18.000 millions et le chiffre des billets en circulation à 29.700 millions.

fut voté par la Chambre dans sa séance du 19 septembre ; 482 voix contre 6 se prononcèrent en sa faveur. Le Sénat l'adopta le même jour à l'unanimité de 220 voix.

A la Chambre, le type et les conditions de l'emprunt qui, nous allons le voir, étaient fort avantageux pour le public, furent discutés par deux orateurs socialistes. M. Barthe traita la question qui se pose toujours en cette circonstance, non seulement du taux nominal et du taux réel de l'emprunt, mais de l'accroissement de dette que créait pour l'Etat le taux d'émission. Il cita judicieusement l'opinion formulée par Paul Leroy-Beaulieu à cet égard et qui lui était dictée par sa haute expérience : « Il serait imprudent, en effet, a-t-il écrit, pour un grand pays, d'augmenter toujours sa dette perpétuelle sans se réserver les moyens de la réduire en remboursant exactement et sans prime ou presque sans prime le capital réellement emprunté. Voilà pourquoi nous nous prononçons contre les émissions de rente perpétuelle dans des fonds très au-dessous du pair » (1).

Ces principes demeurent. Toutefois, de même qu'un médecin doit tenir compte des antécédents pathologiques d'un malade, de même en matière d'emprunts d'Etat, émis au milieu d'une si terrible crise, les antécédents pesaient sur les décisions. Or, ni au point de vue de la régularité des emprunts destinés à consolider le plus possible de notre dette flottante, ni au point de vue des conditions fixées pour les emprunts antérieurs, il n'a été suivi en France, pendant la guerre, une politique financière méthodique et réservant l'avenir. Nous avons déjà le

(1) *Traité de la science des finances*, édit. 1912, t. II, p. 368.

3 % perpétuel, le 3 % amortissable, le 3 1/2 % amortissable, le 5 % perpétuel, le 4 % perpétuel : on ne voulait pas multiplier les types d'emprunt à l'excès, d'autant plus qu'en cette matière les variations de ce genre déconcertent la masse des souscripteurs (1).

Le délai de souscription fut fixé du 20 octobre au 24 novembre 1918 et les conditions de l'emprunt furent données dans l'arrêté publié au *Journal officiel* du 26 septembre. Le prix d'émission établi à 70 fr. 80 par 4 francs de rente donnait un taux net de 5,65 % sans tenir compte du petit supplément qu'ajoutait à ce taux le bénéfice du paiement trimestriel des arrérages. Les obligations et les bons de la Défense nationale furent admis en versement pour libérer les souscriptions avec une prime de 0 fr. 50 % — prime réduite à 0 fr. 25 pour les bons à moins de six mois. Enfin, l'acceptation en paiement des coupons de

(1) Nous restons attachés au type amortissable, qui contraint l'Etat à réduire sa dette, tout en en faisant supporter le poids d'une partie sur la génération future. La perspective plus ou moins éloignée du remboursement incite le capitaliste à accepter un taux ou un prix d'émission moins avantageux pour lui.

On a spéculé dans les prospectus d'émission sur l'ignorance du public qui ne distingue pas un emprunt perpétuel d'un emprunt amortissable (ou plus exactement remboursable). Et puis, les émissions à jet continu entretiennent dans la masse un peu de scepticisme. C'est ainsi que le très intéressant emprunt 5 % 1920 avec prime n'a rencontré qu'un bon accueil tout à fait relatif auprès du public. Malgré l'abondance des signes monétaires il n'a produit que 15 milliards 740 millions se décom-

	Millions
Numéraire	6.800
Bons de la Défense Nationale.....	8.000
Obligations	560
Coupons de rentes françaises.....	376
Autres valeurs	4

rentes de l'Etat russe — notre ex-allié plongé dans la plus noire des détresses financières, — échus ou à échoir au cours de l'année 1918, fut une mesure particulièrement intéressante pour un grand nombre de petits porteurs.

Dans l'histoire des emprunts en France, il est curieux de comparer les conditions de notre emprunt de la « Libération » avec ceux qui furent contractés aux époques les plus sombres que notre pays ait traversées au siècle dernier. Après la chute du Premier Empire, lors de la Restauration, quand la France, épuisée, envahie, était encore occupée par les armées de la coalition, lesquelles ne devaient quitter notre sol qu'après le paiement des indemnités de guerre, des emprunts furent effectués. Corvetto négocia le premier à des banquiers étrangers et à des conditions draconiennes : il fut émis, le 10 février 1817, au prix de 52 fr. 50 et à un taux de 5 %. Successivement, cinq autres emprunts furent émis, au même taux nominal de 5 %, dans les quatorze mois suivants. Or, le prix d'émission du cinquième — quatorze mois seulement après le premier — s'éleva à 67 francs. Il faut tenir compte ici de la crise si grave dans laquelle était plongée la France et de l'impuissance du marché de Paris au moment des premières émissions.

Les deux emprunts de 1871 et de 1872, effectués à la suite de l'invasion allemande, ont été aussi du type 5 %. Le premier de 2 milliards, voté le 20 juin 1871, fut émis à 82 fr. 50 ; le second de 3 milliards, voté le 15 juillet 1872, eut son prix d'émission fixé à 84 fr. 50. Le succès de ces deux opérations fut considérable. Bien que la guerre de 1914 se soit terminée par la victoire de nos armes, elle n'est pas comparable, au point de vue financier, à celle de 1870-1871 et les charges en sont autrement lourdes qui

pèseront longtemps sur nos budgets du fait de la Dette publique.

En même temps qu'il préparait l'emprunt, le ministre des Finances déposait le 24 septembre 1918 sur le bureau de la Chambre le projet de budget ordinaire des services civils de l'exercice 1919. Le ministre faisait état des impôts créés par les lois des 31 décembre 1917, 17 janvier 1918, 18 avril 1918 et par la loi de finances du 29 juin 1918 qui ne devaient produire la totalité de leur effet qu'en 1919, pour présenter un budget en apparence équilibré sans impôts nouveaux, sans revision de tarifs ou modifications de taxes.

Le 17 avril 1919, M. Klotz adressa ses propositions rectificatives sans proposer également d'impôts nouveaux. Il fit cependant les réserves suivantes :

« Les questions touchant à l'équilibre budgétaire restent donc posées pour l'avenir en termes redoutables. Quelles en sont les réponses? Il serait vain de vouloir les préjuger dès maintenant, alors que ne sont pas encore tranchés les problèmes soumis à la Conférence de la Paix dont le Gouvernement poursuit la solution d'équité et d'intérêt national. Sans doute, quel que soit le chiffre des provisions et des annuités que nous aurons à recevoir des empires centraux, il sera nécessaire d'imposer à la France de nouveaux sacrifices, en même temps que des réformes profondes devront être réalisées dans son organisation administrative. Mais, ainsi que nous l'avons déclaré devant la Chambre et devant le Sénat, nous nous refusons quant à nous à adresser cet appel au contribuable français tant que ne sera pas fixée la dette de l'ennemi. »

Ainsi fut dit, ainsi fut fait. La question de l'équilibre budgétaire restera en suspens jusqu'à la fin de la onzième législature. Ce ne fut pas la moins ingrate des tâches

qui ont été léguées à la nouvelle Chambre, élue les 16 et 30 novembre 1919.

Le résultat de l'emprunt de la Libération fut communiqué à la séance de la Chambre du 2 décembre 1918 (1) et le chiffre global donné fut rectifié à la séance du 27 du même mois. Le capital nominal souscrit dépassa 30 milliards et le capital effectif 21 milliards et demi, avec 7 millions de souscripteurs.

Cette dernière constatation fit prononcer au ministre cet augure confirmé lors de la dernière consultation nationale et qui a bien déçu certains des pêcheurs en eau trouble de la politique :

« Ainsi, le plus grand nombre de nos concitoyens est aujourd'hui intéressé à ce que, dans l'ordre et dans la paix, la grande victoire remportée par nos soldats porte tous ses fruits. Ce fait est très heureux pour nous. »

Voici les chiffres des souscriptions qui furent recueillies par nos grandes banques (en capital nominal) :

	Millions
Banque de France.....	13.400
Crédit Lyonnais	3.360
Société Générale	2.500
Comptoir national d'Escompte.....	2.000
Société cent. des Banques de province.....	1.325
Agents de change	1.153
Crédit industriel et commercial.....	900
Banque nationale de Crédit.....	800
Crédit commercial de France.....	570
Société marseillaise de Crédit.....	300
Banque privée	285
Banque de l'Algérie.....	266
Banque de Paris et des Pays-Bas.....	150
Banque française pour le Commerce.....	128

(1) *J. Officiel* du 3 décembre, p. 3223 et suivantes.

	Millions
Crédit mobilier	128
Banque de l'Union parisienne.....	125
Banque de Mulhouse.....	115
Banque française et italienne pour l'Am. du Sud..	99
Banque des Pays du Nord.....	75

★
★★

Nous avons vu plus haut qu'une disposition de la loi du 26 octobre 1917 a autorisé la création d'un fonds spécial budgétaire, affecté au rachat en Bourse des titres des emprunts de la Défense nationale (1) à un prix ne dépassant pas les prix d'émission augmentés des intérêts courus pendant le trimestre. La mission de déterminer la répartition des achats a été confiée à la commission de surveillance de la Caisse des Dépôts et Consignations et l'article 5 de la loi précise que les rentes ainsi acquises seront remises au Trésor et définitivement annulées au Grand-Livre de la Dette publique.

Cette innovation imitée d'un procédé suivi en Angleterre ne fut pas goûtée de tous les financiers. Des explications données dans l'exposé des motifs, il résultait clairement qu'il s'agissait de maintenir le cours des nouveaux titres au moins à leurs prix d'émission. Mais l'opinion générale est que ces sortes d'interventions, conçues en des moments critiques, doivent être abandonnées en temps normal. Elles sont des précédents qui peuvent être invoqués dans l'avenir et engendrer des exagérations de

(1) Ce bénéfice a été étendu aux emprunts 4 % perpétuel 1918, 5 % amortissable 1920 et 6 % perpétuel 1920.

nature à nuire au crédit public. Notre histoire financière est fertile en enseignements à ce sujet.

Malgré la formule employée par la loi du 26 octobre 1917 « Il est ouvert au budget de l'Etat un crédit... », cette disposition ne fut considérée, suivant l'interprétation donnée par le rapporteur général de la Commission des Finances, que comme l'énonciation d'un principe, et l'ouverture des crédits nécessaires pour le fonctionnement du fonds spécial restait subordonnée à des votes ultérieurs dépendant du Gouvernement et des Chambres. Pour permettre pendant les mois de novembre et décembre 1917, la mise en application des décisions prises par le Parlement, le Gouvernement présenta un nouveau projet de loi portant ouverture, au titre du budget du ministère des Finances, d'un crédit additionnel de 120 millions, applicable à un chapitre nouveau intitulé : « Versements au fonds spécial des emprunts de la Défense nationale (loi du 26 octobre 1917). »

Ce projet ayant été adopté sans modification et la loi promulguée le 23 novembre 1917, des achats réguliers de rentes purent être effectués par la Caisse d'amortissement dès la fin de l'année 1917.

En janvier 1918, le Gouvernement pensa que si cette expérience avait démontré l'efficacité de l'institution nouvelle, elle avait prouvé qu'il était indispensable d'augmenter temporairement ses ressources pour lui permettre d'atteindre le but réellement poursuivi et déposa un nouveau projet de loi portant à partir du 1^{er} janvier 1918, de 60 à 120 millions de francs les versements mensuels destinés à la constitution du fonds de négociation des emprunts de la Défense nationale, toutes les autres dispositions de la loi du 26 octobre 1917 étant maintenues. Ce

projet, qui devint la loi du 17 janvier 1918, autorisait en outre l'ouverture d'un crédit additionnel de 180 millions de façon à porter à 360 millions le montant total des crédits du premier trimestre applicables au fonds spécial.

Ce crédit a été renouvelé chaque trimestre et sa suppression ne paraît pas proche (1).

Voici le relevé des capitaux employés en achats de rentes effectués en Bourse depuis la mise en vigueur de cette loi jusqu'à la fin de l'année 1919 :

1917	
Du 26 au 30 novembre.....	16.449.924 70
Du 1 ^{er} au 31 décembre.....	60.249.818 93
	76.699.743 63

1918	
Du 1 ^{er} au 31 janvier.....	162.569.870 55
Du 1 ^{er} au 28 février.....	120.599.602 80
Du 1 ^{er} au 31 mars.....	110.199.320 43
Du 1 ^{er} au 30 avril.....	129.799.127 05
Du 1 ^{er} au 31 mai.....	119.999.582 10
Du 1 ^{er} au 30 juin	119.999.603 05
Du 1 ^{er} au 31 juillet	119.999.594 20
Du 1 ^{er} au 31 août	100.840.337 93
Du 1 ^{er} au 30 septembre	94.499.788 20
Du 1 ^{er} au 31 octobre	116.499.733 10
Du 1 ^{er} au 30 novembre	91.999.821 30
Du 1 ^{er} au 31 décembre	137.111.781 71
	1.424.118.162 42

1919	
Du 1 ^{er} au 10 janvier	13.917.269 11
Février	néant
Mars	»

(1) Voir *Cote Desfossés* n° du 24-25 janvier 1920. « Les opérations de la Caisse d'amortissement pour 1918 », d'après le Rapport de la Commission de surveillance de la Caisse d'amortissement.

Avril	»
Du 1 ^{er} au 31 mai	36.861 88
Du 1 ^{er} au 30 juin	21.309.903 32
Du 1 ^{er} au 31 juillet	36.996.527 85
Du 1 ^{er} au 31 août	70.604.342 61
Du 1 ^{er} au 30 septembre	14.694.062 »
Du 1 ^{er} au 31 octobre	73.572.937 »
Du 1 ^{er} au 30 novembre	130.616.745 »
Du 1 ^{er} au 31 décembre	138.372.404 »
	500.121.052 77

Depuis l'origine jusqu'au 31 décembre 1918, la rente 5 % a figuré dans l'emploi du fonds spécial pour 1 milliard 019.500.000 francs et les rentes 4 % 1917 et 1918 pour 481.200.000 francs.

Il est regrettable de constater qu'à nos emprunts de guerre, dont le rendement dans la période envisagée (1918-1919) ressortissait à plus de 5,60 %, il fallait le secours du fonds spécial pour maintenir leurs cours et suppléer aux contreparties qui faisaient défaut. Il semble que le public avait tendance à réaliser les emprunts français pour racheter de préférence des bons de la Défense nationale qui lui permettaient de conserver des disponibilités à court terme, tout en obtenant un revenu fort satisfaisant. Ces chiffres montrent qu'au moment où la circulation fiduciaire dépassait toute proportion raisonnable — et malgré cette inflation ou peut-être à cause d'elle — il y avait, au point de vue de la Bourse, même avec l'intervention du fonds de rachat, une question de la rente (1). Il est un fait connu de tous ceux qui ont eu à réaliser que, à partir des derniers mois de l'année 1919, par suite de

(1) Pour les six premiers mois de 1920 le fonds spécial de rachat est intervenu pour plus de 759 millions.

l'insuffisance de contre-parties, les agents « n'appliquaient » guère aux vendeurs des nouvelles rentes que 50 francs au maximum par Bourse.



Avant la guerre, la tenue de la rente avait déjà sur l'allure de l'ensemble du marché financier français une grande influence. Elle la devait à ce que le crédit de diverses Sociétés particulières dépend, dans une certaine mesure, du crédit de l'Etat lui-même. Elle la devait aussi au fait que la rente représentait le cinquième environ du montant total des valeurs cotées sur le marché de Paris, qu'on pouvait évaluer approximativement à 150 milliards.

Or, la guerre, ainsi que le montrent les tableaux ci-joints (1) a considérablement renforcé cette situation prépondérante de la rente sur l'ensemble du marché français. Notre rente, en effet, ne représente plus seulement le cinquième de la somme des valeurs inscrites à la cote ; elle en constituait en 1919 plus de la moitié.

Il ne faut faire état pour notre étude que de la dette **pratiquement** négociable sur le marché, c'est-à-dire de celle constituée par des titres de rente. Cette dette a été depuis accrue par les deux emprunts de liquidation 5 % et 6 % 1920. C'est là une situation nouvelle dont l'importance est extrême, encore que parallèlement des admissions nombreuses de titres d'autres natures aient eu lieu sur le marché. L'ouverture (13 septembre 1920) et le succès

(1) Ces tableaux ont été extraits d'un article très intéressant : « Quelques données essentielles du Problème financier » paru dans *l'Illustration économique et financière*, n° du 6 décembre 1919.

RESULTATS DES QUATRE EMPRUNTS DE LA DÉFENSE NATIONALE

NATURE DES SOUSCRIPTIONS	EMPRUNT 5 0/0			EMPRUNT 4 0/0			TOTAL
	4915	4916	4917	4918	en 1.000 frs	en 1.000 frs	
I. Produit effectif	43.307.814	40.082.453	40.171.202	21.743.885	55.305.351		
Numéraire	6.284.731	5.425.33.	5.133.984	7.099.283	23.943.329		
Bons du Trésor	»	»	»	20.420	20.420		
Bons de la Défense nationale	2.244.385	3.693.071	4.584.768	12.952.832	23.475.056		
Obligations de la Défense nationale.	3.316.883	956.272	449.491	1.404.466	6.127.112		
Rente 3 1/2 0/0 amortissable	22.349	7.779	2.959	3.181	36.268		
Rente 3 0/0 ancienne	1.439.463	»	»	»	1.439.463		
Coupons russes	»	»	»	263.703	263.703		
Total égal au produit effectif	43.307.814	40.082.453	40.171.202	21.743.885	55.305.351		

II. Montant en valeur nominale

45.204.960	11.513.978	14.803.096	30.690.456	72.212.490
------------	------------	------------	------------	------------

III. Montant en rentes

760.248	575.699	592.124	1.227.618	3.155.689
---------	---------	---------	-----------	-----------

SITUATION EN CAPITAL DE LA DETTE DE LA FRANCE

NATURE DE DETTE	SITUATION		DIFFÉRENCES	
	au 31 Juillet 1914	au 30 Avril 1919	Augmentations	Diminutions
	frances	frances	frances	frances
Dettes :				
Consolidée	21.922.217.434	88.943.687.779	67.021.470.345	»
A terme :				1.643.539.025
Intérieure	10.657.145.335	9.013.606.310	»	»
Extérieure	»	13.555.100.000	13.555.100.000	»
Flottante :				
Intérieure	1.608.785.200	55.637.101.600	54.028.316.400	»
Extérieure	»	13.384.147.000	13.384.147.000	»
Totaux	34.188.147.969	180.533.642.689	147.989.033.745	1.643.539.025
			En plus.....146.345.494.720	

CHARGES ANNUELLES DE LA DETTE DE LA FRANCE

NATURE DE DETTE	SITUATION		DIFFÉRENCES	
	au 31 Juillet 1914	au 30 Avril 1919	Augmentations	Diminutions
	frances	frances	frances	frances
Dettes :				
Consolidée	657.666.523	3.612.367.910	2.954.701.387	»
A terme :				30.799.408
Intérieure	362.816.883	332.017.475	»	»
Extérieure	»	696.756.000	696.756.000	»
Flottante :				
Intérieure	16.531.500	1.637.315.000	1.620.783.500	»
Extérieure	»	694.921.460	694.921.460	»
Totaux	1.037.014.906	6.973.377.845	5.967.162.347	30.799.408
			En plus.....5.936.362.939	

relatif du marché spécial pour faciliter les ventes destinées à procurer aux détenteurs des emprunts de guerre des disponibilités dont ceux-ci avaient besoin pour souscrire à ce dernier emprunt 6 % donne une idée de la difficulté du problème (1).

COURS DES PRINCIPALES VALEURS DE 1913 A 1919 ET
COMPARAISON D'APRÈS LA MÉTHODE DES « INDEX NUMBERS »

Dans quelle mesure, ce fait considérable, la guerre, a-t-il influencé le marché financier ? C'est ce que nous allons voir en remontant jusqu'à la dernière année normale 1913 (2). Pour rendre la comparaison plus apparente,

(1) *L'Illustration économique et financière*, n° du 2 octobre 1920, p. 958. Il y avait sur ce marché, aux derniers jours de l'emprunt, un flottant considérable qui ne fut absorbé que grâce à de puissantes interventions.

Dans les titres de la dette publique ne sont pas cotés sur le marché : les obligations décennales 1915-1925 et 1919-1929, les obligations sexennales et les obligations quinquennales de la Défense nationale, non plus que les Bons émis par le Trésor.

Nous pourrions également comprendre dans les emprunts nationaux ceux effectués en 1919 et en 1920 par le Crédit national pour faciliter la réparation des dommages causés par la guerre. Ces deux emprunts représentés par 16 millions d'obligations à lots forment une dette indirecte de l'Etat puisqu'une annuité inscrite au budget assure le service de ces obligations, intérêts, primes et lots.

(2) Pour l'année 1914 lire : fin décembre 1914 ou cours précédent, lequel peut remonter jusqu'à juillet.

Les cours du 15 avril 1920 précèdent de peu la crise boursière de mai-juin de la même année.

Pour la rédaction de ce chapitre, nous avons fait de larges emprunts à *L'Illustration économique et financière*, n° du 3 janvier 1920.

Un tableau d'ensemble du même genre a été également dressé par la *Revue économique et financière*, n° du 13 mars 1920.

nous avons, pour chaque groupe, donné la résultante d'ensemble suivant la méthode des « Index Numbers ». L'année 1913 est prise comme base avec le chiffre conventionnel 100, les autres années s'exprimant par des nombres proportionnels.

FONDS DE L'ETAT FRANÇAIS ET DES PAYS ALLIES OU ASSOCIES

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
3 % français perpétuel	85 40	72 10	63 75	61 »
3 % — amortissable ...	89 50	78 50	72 35	62 45
3 ½ % — — 1914.	—	86 75	90 25	90 »
5 % perpétuel 1915 et 1916...	—	—	—	88 25
4 % — 1917	—	—	—	—
4 % — 1918	—	—	—	—
Pour les deux 3 % dont le marché seul était libre	100 »	86 10	77 80	74 »

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
3 % français perpétuel	58 50	61 55	59 65	57 »
3 % — amortissable ...	67 »	72 90	70 65	68 25
3 ½ % — — 1914.	90 25	89 75	89 50	90 75
5 % perpétuel 1915 et 1916...	88 30	88 30	88 30	88 50
4 % — 1917	68 80	71 15	71 10	71 30
4 % — 1918	—	71 80	71 80	70 95
Pour les deux 3 % dont le marché seul était libre.....	71 75	76 90	74 50	70 45

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
2 ½ % consolidé anglais	72 25	74 80	68 »	58 50
3 % belge 1873	77 55	62 »	62 25	60 »
4 % brésil 1889	76 »	50 »	54 50	60 »
4 % chinois 1895	98 25	86 »	88 50	88 55
4 % égypte unifiée	101 25	87 75	89 »	87 75
4 % hellénique 1887	282 »	259 »	—	—
3 ½ % italien	98 70	84 10	79 25	71 15
4 % japonais 1905	91 30	75 50	79 50	89 »

		Fin décembre		
	1913	1914	1915	1916
5 % — 1907	103 »	90 »	90 25	102 10
3 % portugais 1 ^{re} série.....	63 75	56 50	58 50	58 50
4 o/o roumain convert.	87 25	86 50	70 50	70 »
3 % russe 1891-94	75 75	63 »	—	59 95
4 % — 1880	89 20	75 80	71 »	71 25
4 % serbe 1895	83 50	66 25	60 70	53 »
5 % Uruguay 1905	96 55	81 25	84 »	92 50
	100 »	86 80	85 40	85 95

		Fin décembre		
	1917	1918	1919	15 avril 1920.
2 ½ % consolidé anglais.....	59 25	62 75	82 »	115 »
3 % belge 1873	60 45	70 »	67 25	70 »
4 % brésil 1889	60 50	63 35	79 50	115 »
4 % chinois 1895	85 75	88 35	114 »	181 »
4 % égypte unifiée	94 50	93 75	119 »	193 »
4 % hellénique 1887	241 »	335 »	350 »	530 »
3 ½ % italien	60 »	70 50	62 40	56 »
4 % japonais 1905	90 50	85 75	132 »	195 »
5 % — 1907	101 15	90 »	107 »	154 »
3 % portugais 1 ^{re} série.....	62 40	59 »	67 »	84 75
4 % roumain convert.....	—	64 50	64 50	74 »
3 % russe 1891-94	36 75	38 »	29 »	32 50
4 % — 1880	48 50	42 50	32 »	30 »
4 % serbe 1895	56 90	62 »	55 25	50 »
5 % Uruguay 1905	95 75	96 »	175 »	235 »
	81 75	88 30	102 65	141 45

FONDS DE PAYS NEUTRES

		Fin décembre		
	1913	1914	1915	1916
4 ½ % argentin or 1911.....	96 70	81 »	82 »	99 75
3 % danois 1894	73 20	71 »	63 50	70 »
4 % Espagne extérieure, c. de 40 p.	99 »	86 »	89 75	104 35
3 % hollandais 1896	79 50	68 75	84 15	86 75
3 ½ % norvégien 1894	88 10	»	»	»
3 ½ % suédois 1895.....	92 50	94 »	92 50	92 »
	100 »	92 40	94 50	107 35

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
4 $\frac{1}{2}$ % argentin or 1911.....	91 30	89 25	115 »	161 »
3 % danois 1894	74 50	62 70	69 25	90 »
4 % Espagne extérieure, c. de				
40 p.	117 60	94 85	173 »	229 »
3 % hollandais 1896	82 »	63 30	105 50	130 »
3 $\frac{1}{2}$ % norvégien 1894.....	87 »	72 »	92 »	101 75
3 $\frac{1}{2}$ % suédois 1895.....	117 »	100 »	137 »	151 »
	107 65	91 15	130 75	163 10

FONDS DE PAYS ENNEMIS

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
3 % allemand	76 »	—	70 »	—
4 % allemand	—	—	—	—
3 % prussien	76 »	—	70 »	—
4 % autriche unifiée.....	85 50	78 60	56 50	18 »
4 % dette ottomane unifiée..	86 30	62 25	59 95	59 90
5 % Bulgarie 1896	497 »	467 »	397 »	—
	100 »	90 90	76 80	75 50

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
3 % allemand.	—	—	—	—
4 % allemand	—	—	64 40	—
3 % prussien	—	—	—	—
4 % autriche unifiée.....	—	55 »	47 »	45 »
4 % dette ottomane unifiée..	60 50	68 85	63 25	58 »
5 % Bulgarie 1896	315 »	328 »	368 »	338 »
	63 20	67 55	71 50	72 15

(Ces titres avec coupons attachés depuis la déclaration de guerre.)

Les Etats ont été divisés pendant cette période en deux grandes catégories : ceux que leur gouvernement avait fait participer à la guerre et ceux qui étaient restés en-dehors des hostilités. Les cours de leurs fonds se res-

sentirent naturellement de la solution pour laquelle ils avaient opté.

En 1919, à cette division fondamentale se juxtaposa la suivante : par suite de l'anarchie des changes, la Bourse distingua les fonds libellés payables en monnaie dépréciée et ceux libellés en une monnaie qui faisait prime. C'est ainsi qu'à fin décembre 1919, les consolidés anglais 2 1/2 faisaient 50 3/4 à Londres, alors qu'ils cotaient 82 à Paris. La hausse de la livre comparativement au franc français était telle qu'on ne tenait compte sur notre marché ni de la hausse du loyer de l'argent en Angleterre, ni de l'importance de la dette flottante et de l'inflation fiduciaire anglaises. La même remarque est à faire sur les fonds helléniques, par exemple, grâce à la prime énorme de la drachme qui valait 1 fr. 45. La question de belligérance et même celle de situation intérieure étaient passées au second plan, car on ne peut soutenir que les finances anglaises ou helléniques se présentaient sous un jour favorable.

Mais le type le plus frappant des fonds avantagés par la tension des changes fut sans conteste l'extérieure espagnole, dont la hausse dépassa de beaucoup en ampleur celle de tous les autres. Ce fonds qui trouvait si péniblement acquéreur dans les environs de 35 francs pendant la guerre de Cuba, atteignit son cours record le 12 avril 1920, avec 250 francs. Il bénéficiait surtout des rachats des arbitragistes espagnols qui le rapatriaient progressivement (1)

(1) Et cependant, la Conférence financière internationale qui s'est ouverte le 24 septembre 1920 à Bruxelles a projeté une lumière éclatante sur la situation financière des nations, même de celles, les neutres, qui profitèrent le plus de la guerre. Il n'y avait pas que les pays belli-



COLONIES ET PROTECTORATS FRANÇAIS

	1913	Fin décembre		
		1914	1915	1916
Afrique occ. 3 % 1903(1).....	433 »	389 »	366 50	335 »
Algérie 3 % 1902.....	430 »	390 »	382 »	361 »
Congo 3 % 1909 (1).....	440 »	430 »	428 »	—
Indo-Chine 3 ½ % 1913 (1)....	459 50	—	—	374 »
Madagascar 3 % 1903 (1).....	86 40	—	—	—
Maroc 5 % 1910.....	521 »	475 »	439 50	461 50
Maroc 4 % 1914 (1).....	—	427 »	400 50	423 »
Tunisie 3 % 1902.....	400 »	385 »	337 50	337 50
	100 »	95 15	90 70	87 80

	1917	Fin décembre		
		1918	1919	15 avril 1930
Afrique occ. 3 % 1903 (1).....	350 »	350 »	335 »	329 »
Algérie 3 % 1902.....	357 »	365 »	377 »	360 »
Congo 3 % 1909 (1).....	—	341 »	362 »	340 »
Indo-Chine 3 ½ % 1913 (1)....	359 »	360 50	347 50	371 »
Madagascar 3 % 1903 (1).....	66 »	67 »	66 »	65 »
Maroc 5 % 1910.....	473 »	447 50	466 »	900 »
Maroc 4 % 1914 (1).....	422 »	415 »	426 »	434 50
Tunisie 3 % 1902.....	344 »	332 25	330 »	333 »
	87 55	83 80	84 75	98 »

(Les fonds marqués du chiffre (1) jouissent de la garantie de la Métropole.)

Ces rentes étaient influencées à la fois par la guerre, cause première de baisse pour tous les titres à revenu fixe et par la concurrence des rentes nouvelles. Toutefois, leur

gérants qui poussaient des cris de détresse. Les exposés longs et bourrés de chiffres des délégués des neutres faisaient ressortir les difficultés de l'assainissement de la situation de leur pays (budget, inflation, instabilité des changes, diminution de l'exportation).

recul était moins sensible grâce à l'attrait du remboursement au pair ; et puis, certaines d'entre elles jouissent de l'exonération des impôts présents et futurs, dont les coupons peuvent être frappés. Dans les types que nous avons choisis, il n'y a que le Maroc 5 % 1910 qui reste soumis aux impôts dont sont frappés les titres étrangers, mais son service, conformément au prospectus d'émission, peut se faire depuis le 1^{er} avril 1920 au cours du change de la peseta.

★ ★

OBLIGATIONS A LOTS DE LA VILLE DE PARIS
ET DU CREDIT FONCIER

		Fin décembre			
		1913	1914	1915	1916
Ville de Paris 1865 4 % 500 fr.		539 75	515 »	510 »	532 »
—	1876 4 % 500 fr.	514 »	483 »	448 »	488 50
—	1910 3 % 400 fr.	358 »	325 »	271 »	282 »
—	1912 3 % 300 fr.	254 »	220 »	207 »	230 25
—	1919 5 % 500 fr.	—	—	—	—
		100 »	92 65	86 20	92 »
		Fin décembre			
		1917	1918	1919	15 avril 1920
Ville de Paris 1865 4 % 500 fr.		540 »	564 »	542 »	559 »
—	1876 4 % 500 fr.	488 50	497 »	475 »	476 »
—	1910 3 % 400 fr.	279 75	296 50	255 »	240 »
—	1912 3 % 300 fr.	226 50	243 »	210 50	200 »
—	1919 5 % 500 fr.	—	—	486 »	479 »
		92 15	96 10	89 »	88 55
		Fin décembre			
		1913	1914	1915	1916
Commun. 1879 2,60 % 500 fr.		438 25	430 »	420 »	419 75
—	1891 3 % 400 fr...	350 »	328 »	290 »	300 »
—	1912 3 % 250 fr...	230 »	214 »	180 »	195 »

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Foncières 1879 3 % 500 fr...	486 »	455 »	444 »	465 »
— 1903 3 % 500 fr...	450 »	408 »	362 »	370 »
— 1913 3 ½ % 500 fr...	494 »	435 »	387 »	388 »
Foncières et Communales 1917				
5 ½ % 300 fr.....	—	—	—	—
	100 »	93 60	86 95	88 90

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Commun. 1879 2,60 % 500 fr.	450 »	444 50	424 »	417 »
— 1891 3 % 400 fr...	298 75	314 »	273 »	262 »
— 1912 3 % 250 fr...	192 »	208 »	185 25	166 »
Foncières 1879 3 % 500 fr...	478 »	488 50	462 »	458 »
— 1903 3 % 500 fr...	376 »	407 50	351 »	329 50
— 1913 3 ½ % 500 fr...	390 »	410 »	371 »	355 »
Foncières et Communales 1917				
5 ½ % 300 fr.....	350 75	351 »	326 »	315 »
	90 60	93 75	85 45	82 25

Ces titres dont le placement est très éparpillé conservèrent une bonne tenue pendant le conflit ; leurs lots et leurs larges primes d'amortissement constituaient un vif attrait. Ils subirent à la liquidation de la guerre la concurrence d'emprunts également à lots, mais favorisés d'un intérêt plus élevé et jouissant de l'exemption d'impôts (obl. Crédit national 5 % 1919 et 1920).

★★★

OBLIGATIONS DE CHEMINS DE FER FRANÇAIS ET ALGERIENS

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
(1954) Est 4 %.....	500 »	459 »	403 »	402 »
(1954) Est 3 % anc.....	413 50	371 »	359 »	335 75
(1958) P.-L.-M. 4 %.....	—	456 50	425 »	399 »

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
(1958) P.-L.-M. 3 % fus. anc...	406 50	377 »	333 »	322 »
(1960) Midi 4 %.....	495 »	470 »	435 »	398 »
(1957) Midi 3 % anc.....	413 50	378 »	346 »	337 50
(1957) Midi 2 ½ %.....	364 »	344 »	317 »	327 »
(1950) Nord 4 %.....	504 »	465 »	426 »	415 »
(1950) Nord 3 % nouv.....	412 75	369 50	328 »	336 50
(1956) Orléans 4 %.....	—	445 »	446 »	406 »
(1951) Orléans 3 % anc.....	418 50	387 »	374 »	353 »
(1951) Ouest 3 % anc.....	415 »	392 »	355 50	350 »
(1956) Ouest 3 % nouv.....	411 »	375 »	353 50	341 25
(1985) Départementaux 3 %				
bleus	377 75	—	355 »	330 »
(1984) Sud de la France 3 %.	370 »	340 »	298 »	272 »
(1976) Bône-Guelma 3 %.....	403 »	365 »	330 »	326 »
(1976) Indo-Chine et Yunnan				
3 %	390 75	365 »	315 »	310 25
(1949) Métropolitain 4 %.....	468 »	410 »	—	426 »
	100 »	93 25	86 25	83 35

	Fin décembre			
	1917	1918	1919 15 avril 1920	
(1954) Est 4 %.....	402 »	408 »	385 »	357 »
(1954) Est 3 % anc.....	342 25	353 »	316 50	300 »
(1958) P.-L.-M. 4 %.....	406 »	404 »	382 »	363 »
(1958) P.-L.-M. 3 % fus. anc..	336 75	331 50	313 25	290 »
(1960) Midi 4 %.....	395 »	396 »	368 »	359 »
(1957) Midi 3 % anc.....	344 25	353 »	315 »	297 50
(1957) Midi 2 ½ %.....	309 »	329 50	294 »	263 »
(1950) Nord 4 %.....	400 »	394 »	386 »	378 »
(1950) Nord 3 % nouv.....	333 »	333 »	320 50	302 »
(1956) Orléans 4 %.....	392 »	395 »	383 »	348 »
(1951) Orléans 3 % anc.....	364 »	367 50	326 50	300 »
(1951) Ouest 3 % anc.....	354 »	355 »	314 »	293 »
(1956) Ouest 3 % nouv.....	337 »	346 »	310 »	286 »
(1985) Départementaux 3 %				
bleus	334 »	307 »	273 »	260 »
(1984) Sud de la France 3 %.	285 25	308 50	276 »	266 »
(1976) Bône-Guelma 3 %.....	323 25	327 »	292 »	272 »
(1976) Indo-Chine et Yunnan				
3 %	318 »	322 50	310 »	279 »
(1949) Métropolitain 4 %.....	427 50	412 »	390 »	372 50
	83 55	84 05	77 70	72 90

Les cours des titres de ces Compagnies dont le crédit est lié à celui de l'Etat par le jeu de la garantie d'intérêt (1) devaient subir la répercussion de la baisse de nos fonds nationaux.

Pendant la période de 1913 à 1920, le 3 % amortissable, auquel les obligations de chemins de fer peuvent être comparées, recula de 89 fr. 50 à 66 fr. 25, soit une dépréciation de 116 fr. 25 par 15 francs de rente. Pendant le même temps, on remarquera que les obligations Est 3 % anc. baissèrent de 113 fr. 50, celles du P.-L.-M. fus. anc. de 116 fr. 50, celles du Midi de 116 fr., celles du Nord de 110 fr. 75, celles de l'Orléans de 118 fr. 50, celles de l'Ouest de 122 fr. Le parallélisme des cours entre les rentes sur l'Etat et les obligations de chemins de fer s'est reproduit pendant la période de baisse, de même qu'il s'était manifesté pendant les périodes de hausse.

★ ★ ★

OBLIGATIONS INDUSTRIELLES ET DIVERSES

	1913	Fin décembre		1916
	—	1914	1915	—
(1962) G ¹ e franç ^{se} Tramw. 4 %	432 »	390 »	372 »	390 »
(1951) Omnibus 4 %.....	441 »	385 »	361 »	373 »
(1963) Voitures 3 1/2 %.....	375 »	369 »	359 »	368 »
(1934) Wag.-Lits 4 % B.C.D.E.	498 »	445 »	330 »	343 »
(1930) Chargeurs réunis 4 %..	460 »	452 »	430 »	433 »
(1946) Messag. Marit. 3 1/2 %	368 50	315 »	265 »	301 »
(1962) Transatlantique 3 %..	331 »	318 »	286 »	298 »
(1934) Suez 3 % 1 ^{re} série.....	430 »	415 »	375 »	425 »
(1951) C ¹ e génér. des eaux 3 %	408 »	390 »	390 »	376 »
T.R. (1948) Electric. Paris 4 %	470 »	455 »	460 »	455 »

(1) Sauf le Nord et le P.-L.M. depuis 1914 et le Métropolitain.

		Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916	
(1962) Forces motr. Rhône 4 %	465 »	459 »	423 »	426 »	
(1940) Gaz central 4 %.....	496 »	474 »	429 »	409 »	
T.R. (1940) Cie Parisienne de Distribution d'électric. 4 %	453 »	449 »	»	350 »	
(1948) Thomson-Houston 4 %..	445 »	395 »	388 »	402 »	
(1933) Union des Gaz 4 % 1900	475 »	459 »	450 »	422 »	
(1931) Aciéries de France 4 %	466 50	473 »	430 »	441 50	
(1939) Aciéries du Nord-Est 4 %	487 »	440 »	440 »	»	
T.R. (1968) Métaux 4 %.....	488 »	470 »	471 »	410 »	
(1935) Châtill.-Commentry 4 %	490 »	485 »	477 »	475 »	
(1928) Dyle et Bacalan 4 % ...	425 »	420 »	437 »	440 »	
T.R. (1939) Chrs Méditer. 5 %.	»	460 »	480 »	480 »	
(1935) Mines d'Alg.-Tun. 4 1/2 %	477 »	450 »	420 50	433 »	
(1940) Usines Basse-Loire 4 %	463 »	452 »	410 »	395 »	
(1931) Denain-Anzin 4 %.....	494 »	504 »	460 »	»	
(1937) Fives-Lille 4 %.....	490 »	455 »	455 »	409 »	
(1936) Montbard-Aulnoye 4 1/2	437 »	»	430 »	437 »	
(1940) Compteurs à gaz 4 %..	485 »	488 »	465 »	»	
(1942) Etabliss. Duval 4 %....	465 »	455 »	455 »	»	
(1945) Ardoises de l'Anjou 4 %	407 50	410 »	390 »	355 »	
(1940) Printemps 4 %.....	431 »	414 »	400 »	390 »	
	100 »	96 10	91 70	90 70	

		Fin décembre				
	1917	1918	1919	15 avril 1920		
(1962) Gl ^e franç ^{se} Tramw. 4 %	370 »	367 75	317 »	301 »		
(1951) Omnibus 4 %.....	363 »	370 »	353 »	331 »		
(1963) Voitures 3 1/2 %.....	385 »	366 »	375 »	338 »		
(1934) Wag.-Lits. 4 % B.C.D.E.	366 »	397 »	425 »	429 »		
(1930) Chargeurs réunis 4 %..	430 »	438 »	440 »	460 »		
(1946) Messag. Marit. 3 1/2 %	329 »	365 »	377 »	366 »		
(1962) Transatlantique 3 %..	290 »	312 25	308 »	310 »		
(1934) Suez 3 % 1 ^{re} série.....	436 »	431 »	430 »	471 »		
(1951) Cie génér. des eaux 3 %	400 »	357 »	362 »	326 »		
T.R. (1948) Electric. Paris. 4 %	460 »	460 »	440 »	422 »		
(1962) Forces motr. Rhône 4 %	469 »	432 »	448 »	405 »		
(1940) Gaz central 4 %.....	395 »	440 »	423 »	405 »		
T.R. (1940) Cie Parisienne de Distribution d'électric. 4 %	450 »	460 »	415 »	378 »		
(1948) Thomson-Houston 4 %..	444 »	425 »	426 »	413 50		
(1933) Union des Gaz 4 % 1900	»	386 »	412 »	381 »		

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
(1931) Aciéries de France 4 %	424 »	454 »	445 »	430 »
(1939) Aciéries du Nord-Est 4 %	375 »	449 »	519 »	422 »
T.R. (1968) Métaux 4 %.....	431 »	417 »	429 »	429 »
(1935) Châtill.-Commentry 4 %	»	492 »	487 »	490 »
(1928) Dyle et Bacalan 4 o/o..	»	446 »	425 »	450 »
T.R. (1939) Chr ^{re} Méditer. 5 %	510 »	499 »	489 »	503 »
(1935) Mines Alg.-Tun. 4 ½ %	427 »	457 »	460 »	464 »
(1940) Usines Basse-Loire 4 %	395 »	411 »	383 »	380 »
(1931) Denain-Anzin 4 %.....	»	411 »	459 »	485 »
(1937) Fives-Lille 4 %.....	425 »	478 50	457 »	460 »
(1936) Montbard-Aulnoye 4 1/2	417 »	434 »	413 »	424 »
(1940) Compteurs à gaz 4 %..	396 »	437 »	441 »	413 »
(1942) Etabliss. Duval 4 %....	465 »	381 »	396 »	366 50
(1945) Ardois ^{res} de l'Anjou 4 %	371 50	409 »	400 »	407 »
(1940) Printemps 4 %.....	398 »	395 50	394 50	430 »
	91 40	93 10	92 85	90 95

(T.R. : Amortissables par tirages au sort ou par rachats en Bourse)

La bonne tenue de ces titres fait contraste avec la baisse de ceux du tableau précédent. Nous croyons que la question psychologique tenait une large part et que les capitaux se sentaient plus à l'abri dans des entreprises dont le crédit était indépendant du crédit de l'Etat, avec un patrimoine de biens « exposés au soleil » et qui avaient entière liberté pour fixer la rémunération de leurs services au cours du jour.

Nous avons mis entre parenthèses à gauche les dates limites d'amortissement de ces obligations ; pour nos grands réseaux métropolitains, elles s'échelonnent entre 1950 et 1960. Une comparaison rigoureuse nécessiterait l'évaluation de l'importance annuelle de cette prime. Ce serait un travail rétrospectif sans intérêt.

★
★ ★

PRINCIPALES OBLIGATIONS DE CHEMINS DE FER ETRANGERS

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Andalous 1 ^{re} série à rev. fixe.	316 50	301 »	280 »	345 »
Andalous à revenu variable..	258 50	242 50	244 »	282 »
Nord Espagne 3 % 1 ^{re} hyp...	353 »	330 50	341 »	408 »
— — 2 ^e hyp...	350 »	330 »	320 »	383 50
— — 3 ^e hyp...	354 »	315 »	323 »	370 »
Asturies 3 %, 1 ^{re} hyp.....	346 »	352 »	342 »	398 »
— — 2 ^e hyp.....	338 50	345 »	327 »	—
— — 3 ^e hyp.....	338 50	303 »	315 »	364 »
Saragosse 3 % 1 ^{re} hyp.....	352 »	347 »	327 »	365 »
— — 2 ^e hyp.....	351 50	330 »	320 »	345 50
Portugais 3 % à rev. fixe....	304 »	255 »	290 »	295 »
Lombards 3 % anc.....	263 »	178 »	171 50	163 »
Damas-Hamah 4 % priv.	407 »	380 »	301 50	240 »
Smyrne-Cassaba 4 % 1895....	404 »	250 »	—	—
Salonique-Constantinople 3 %	312 »	224 »	224 »	159 »
Altaï 4 %.....	481 25	425 »	352 »	372 »
Nord-Donetz 4 ½ %.....	504 »	—	420 »	453 »
Réunies 4 ½ %, sér. 1914 (en %)	»	89 50	82 45	88 05
Chicago-Milwaukee 4 %.....	425 25	409 »	480 »	490 »
New-York - New-Haven 4 %...	397 »	380 »	472 50	467 50
Pensylvania 3 ¾ %.....	446 »	426 »	485 »	500 »
Central Pacific 4 %.....	386 »	342 »	430 »	429 50
	100 »	90 75	91 25	96 35

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Andalous 1 ^{re} série à rev. fixe.	384 »	352 »	517 »	727 »
Andalous à revenu variable..	254 »	245 »	370 »	515 »
Nord Espagne 3 % 1 ^{re} hyp...	440 »	360 »	525 »	760 »
— — 2 ^e hyp...	400 »	337 »	500 »	721 »
— — 3 ^e hyp...	394 »	339 »	469 »	660 »
Asturies 3 % 1 ^{re} hyp.....	435 »	351 »	520 »	719 »
— — 2 ^e hyp.....	370 »	334 »	460 »	682 »
— — 3 ^e hyp.....	383 »	334 »	449 »	680 »
Saragosse 3 % 1 ^{re} hyp.....	374 »	340 »	470 »	637 »
— — 2 ^e hyp.....	363 »	325 »	420 »	600 »
Portugais 3 % à rev. fixe....	304 »	266 50	235 »	192 »
Lombards 3 % anc.....	162 »	192 50	130 »	123 »

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Damas-Hamah 4 % priv.....	230 »	340 »	364 »	345 »
Smyrne-Cassaba 4 % 1895....	200 »	270 »	250 »	278 »
Salonique-Constantinople 3 %	152 »	232 »	255 »	268 »
Altaï 4 %.....	217 »	—	141 »	141 »
Nord-Donetz 4 ½ %.....	270 »	262 »	172 »	184 »
Réunies 4 1/2 %, sér. 1914 en %	50 25	52 50	36 50	41 50
Chicago-Milwaukee 4 %.....	465 »	472 »	485 »	690 »
New-York - New-Haven 4 %...	463 »	449 50	497 »	670 »
Pensylvania 3 3/4 %.....	490 »	480 »	491 »	499 »
Central Pacific 4 %.....	420 »	418 »	442 »	500 »
	92 85	89 60	105 40	136 70

Ce tableau offre un parallélisme à peu près complet avec celui des fonds d'Etats. Là où les fonds publics fléchirent, les obligations de chemins de fer se comportèrent, en général, de la même façon. Il en est ainsi des chemins de fer russes.

Les titres des Compagnies espagnoles connurent des cours qu'on n'aurait jamais escomptés pour eux avant la guerre : ils furent dûs à la prime formidable dont bénéficiait la peseta par rapport au franc. L'élasticité des changes déterminait même des sautes de cours déraisonnables. C'est ainsi que durant la séance du 9 décembre 1919, alors que le change espagnol passait de 2 fr. 25 à 2 fr. 45, l'obligation 5 % Badajoz montait de 850 fr à 950 fr. (elle faisait 511 fr. à la fin de 1913) ; le 12 avril 1920, elle atteignait 1263 fr., alors que la peseta était passée au cours rond de 3 fr. Cependant, l'espoir d'un remboursement à 500 pesetas au cours de 2 fr. 45 ou de 3 fr. ne pouvait être que très aléatoire.

Quant aux obligations des chemins de fer américains, elles ne restaient pas insensibles à la prime énorme du

dollar, sauf la Pénsylvania, appelée au remboursement au pair français le 15 juin 1920, et, par suite d'une anomalie, le Central Pacific, dont les coupons, contrairement à la pratique blâmable suivie par certains banquiers, pouvaient être payés à Londres en monnaie anglaise. Le marché de ces obligations restait très étroit par suite de leur rachat par l'Etat au début de la guerre.



ACTIONS DES GRANDES COMPAGNIES DE CHEMINS DE FER
FRANÇAISES ET ETRANGERES

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Est	914 »	800 »	735 »	745 »
Lyon	1.284 »	1.130 »	975 »	1.015 »
Midi	1.111 »	990 »	938 »	900 »
Nord	1.705 »	1.400 »	1.160 »	1.275 »
Orléans	1.315 »	1.125 »	1.040 »	1.110 »
Bône-Guelma	618 »	589 »	490 »	535 »
Est algérien	641 »	550 »	501 »	529 »
Ouest algérien	628 »	»	491 »	530 »
	100 »	87 80	77 05	80 80

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Est	755 »	905 »	720 »	680 »
Lyon	901 »	924 »	750 »	810 »
Midi	920 »	910 »	850 »	780 »
Nord	1.160 »	1.290 »	1.027 »	1.110 »
Orléans	1.083 »	1.081 »	940 »	930 »
Bône-Guelma	540 »	550 »	521 »	509 »
Est algérien	533 »	565 »	528 50	520 »
Ouest algérien	515 »	525 »	506 »	460 »
	78 »	82 15	71 10	70 60

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Andalous	305 »	242 »	316 »	416 »
Nord de l'Espagne	448 »	338 »	403 »	430 50
Saragosse	436 »	346 »	398 »	430 »
Atchison Topeka (E.-U.).....	490 »	450 »	620 »	600 »
Santa-Fé (Argentine)	565 »	399 »	385 »	389 »
Congo Supérieur-Grands Lacs..	309 »	230 »	190 »	220 »
	100 »	78 55	90 55	97 35

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Andalous	400 50	366 50	466 »	726 »
Nord de l'Espagne	410 50	390 »	505 »	900 »
Saragosse	448 »	398 »	515 »	820 »
Atchison Topeka (E.-U.).....	570 »	565 »	880 »	1.344 »
Santa-Fé (Argentine)	374 »	402 »	609 »	810 »
Congo Supérieur-Grands Lacs..	230 »	287 »	273 »	395 »
	95 30	94 35	127 20	195 65

Les actions et les obligations des Compagnies de chemins de fer françaises et étrangères représentent une assez forte partie de la fortune mobilière des capitalistes français. La guerre éprouva fortement ces entreprises vitales pour la prospérité des pays ; la paix n'avantagea jusqu'en 1920 sur notre marché que les titres américains et espagnols (1), à cause de la hausse exorbitante de la peseta et du dollar. Au reste, toutes les Compagnies de

(1) Les actions de ces derniers se trouvaient fin 1919 à des cours plus élevés qu'en 1912 et 1913, années où ils enregistrèrent leurs maxima parce que l'on pouvait escompter des dividendes progressifs. Or, fin décembre 1919, la situation était la suivante : les actionnaires du Nord ne touchaient rien depuis 1917, et ceux de Saragosse et des Andalous devaient se contenter pour 1918 de 5 pesetas.

chemins de fer souffraient alors des mêmes maux, la crise des transports était universelle et l'année 1919 se terminait sans avoir enregistré la moindre amélioration de ce côté. Les charbons étaient à des prix extraordinairement élevés, de mauvaise qualité ; les exigences — justifiées d'ailleurs — du personnel augmentaient et les coefficients d'exploitation, bien que les tarifs français eussent été relevés une première fois (loi du 31 mars 1918), atteignaient des quantums effrayants.

Voici comment se sont établis pour nos cinq grands réseaux les comptes *d'exploitation* des exercices 1913 à 1919 (1) :

	Exercice	Recettes brutes	Dépenses	Recettes nettes	Coefficient d'exploitat. (en %)
		—	—	—	—
		(En 1.000 francs)			
ORLÉANS	1913	306.876	181.675	125.201	59 07
	1914	280.430	185.396	95.034	65 23
	1915	332.423	202.417	130.006	60 92
	1916	374.616	250.082	124.534	66 62
	1917	408.674	280.076	128.598	68 50
	1918	494.408	423.992	70.416	85 76
	1919	649.753	716.138	— 66.385	103 08
MIDI	1913	146.996	80.180	66.816	56 55
	1914	127.214	77.341	49.873	60 72
	1915	135.313	81.515	53.798	60 24
	1916	145.128	103.750	41.378	71 42
	1917	162.286	120.864	41.422	74 25
	1918	184.496	159.497	24.999	86 72
	1919	205.188	251.724	— 46.536	122 68

(1) D'après l'*Illustration économique et financière*, nos des 3 avril 18-15 et 29 mai 1920. Consulter également l'*Economiste français*, nos des 22 et 29 mai 1920.

	1913	300.021	187.902	112.119	60 62
	1914	225.325	175.429	49.896	76 49
	1915	188.140	161.613	26.527	83 73
EST	1916	255.905	189.106	66.799	71 86
	1917	263.970	218.253	45.717	79 82
	1918	312.718	304.527	8.191	96 29
	1919	468.619	522.504	— 53.885	111 60
	1913	336.300	206.200	130.100	61 32
	1914	240.768	181.059	59.709	75 20
	1915	171.657	148.771	22.886	85 72
NORD	1916	244.532	201.097	43.435	82 23
	1917	284.793	249.187	35.606	87 50
	1918	288.318	324.519	— 36.201	112 55
	1919	449.146	687.603	— 238.457	153 10
	1913	596.620	340.140	256.480	57 01
	1914	503.384	312.743	190.641	62 16
	1915	557.800	316.123	241.677	56 67
P.-L.-M.	1916	679.088	439.649	239.439	64 74
	1917	683.772	512.785	170.987	74 90
	1918	780.289	699.748	80.541	90 »
	1919	1.002.589	1.050.524	— 47.935	104 78

Pendant ce temps les bénéfices nets, d'après les comptes de *liquidation*, se sont comportés ainsi :

	1913	1914	1915	1916	1917	1918	1919
	—	—	—	—	—	—	—
	(EN 1.000 FRANCS)						
Orléans	7.131	— 26.643	4.732	399	2.723	— 53.083	— 150.310
Midi	11.578	— 7.190	— 4.997	— 17.602	— 17.668	— 35.789	— 109.075
Est	28.058	— 41.785	— 66.981	— 28.572	— 45.053	— 94.785	— 169.632
Nord	26.900	— 49.710	— 86.609	— 76.777	— 90.441	— 175.337	— 394.791
P.-L.-M. ..	52.453	— 16.992	26.626	21.103	— 50.240	— 168.007	— 323.339

★
★ ★

ACTIONS DES INSTITUTIONS DE CREDIT ET DES BANQUES

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
	—	—	—	—
Banque de France.....	4.655 »	4.625 »	4.290 »	5.035 »
Banque de l'Algérie....	2.990 »	2.520 »	2.300 »	2.880 »
Crédit foncier.....	880 »	695 »	620 »	700 »
Crédit lyonnais.....	1.671 »	1.175 »	938 »	1.180 »
Compt. nat. d'escompte	1.050 »	800 »	647 »	790 »

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Société générale.....	815 »	510 »	490 »	490 »
Crédit industriel et commercial (non lib.)....	710 »	675 »	610 »	625 »
Banque nat. crédit (1913)	»	»	575 »	670 »
Banque de Paris et des Pays-Bas.....	1.660 »	1.120 »	850 »	1.042 »
Banque de l'Union Paris.	1.030 »	658 »	565 »	639 »
Crédit mobilier français	628 »	400 »	335 »	335 »
Compagnie algérienne..	1.350 »	1.030 »	915 »	1.215 »
Banque ind. Chine, 1913	»	»	»	»
Crédit foncier égyptien	755 »	639 »	560 »	632 »
Banque ottomane.....	643 »	450 »	450 »	428 »
Banque nat. du Mexique	508 »	398 »	423 »	326 »
Créd. fonc. franco-canad.	740 »	725 »	674 »	695 »
	100 »	82 60	74 65	86 25

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Banque de France.....	5.220 »	5.255 »	5.475 »	5.400 »
Banque de l'Algérie....	3.170 »	3.250 »	3.620 »	4.215 »
Crédit foncier.....	665 »	800 »	835 »	820 »
Crédit lyonnais.....	1.099 »	1.290 »	1.430 »	1.730 »
Compt. nat. d'escompte	768 »	862 »	980 »	1.129 »
Société générale.....	541 »	650 »	692 »	772 »
Crédit industriel et commercial (non lib.)....	641 »	705 »	710 »	720 »
Banque nat. crédit (1913)	714 »	751 »	869 »	945 »
Banque de Paris et des Pays-Bas.....	1.010 »	1.355 »	1.340 »	1.739 »
Banque de l'Union Paris.	640 »	890 »	1.135 »	1.490 »
Crédit mobilier français.	414 »	490 »	497 50	576 »
Compagnie algérienne..	1.386 »	1.494 »	1.920 »	1.905 »
Banque ind. Chine, 1913	»	550 »	879 »	1.000 »
Crédit foncier égyptien	772 »	785 »	945 »	1.236 »
Banque ottomane.....	446 »	529 »	610 »	789 »
Banque nat. du Mexique	362 »	430 »	425 »	720 »
Créd. fonc. franco-canad.	780 »	895 »	1.238 »	2.775 »
	90 70	99 50	111 95	132 60

Les tendances de ce groupe sont toujours suivies avec

le plus grand intérêt tant par l'économiste que par le capitaliste, qui n'avaient pu manquer d'être frappés par l'évolution produite. Cette évolution fut caractérisée par le développement de jeunes banques chez lesquelles on rencontrait déjà cette souplesse, cette faculté d'adaptation et même cette hardiesse qui étaient — surtout dans cette période de transition — la condition même du progrès.

Toutes possédaient de grosses disponibilités et nous avons vu plus haut que beaucoup, malgré l'abondance de leurs dépôts (1), avaient augmenté leur capital. De plus,

(1) M. A. Neymarck (*Le Rentier* n° du 7 octobre 1919) a dressé pour cinq établissements de crédit : Crédit Foncier, Crédit Lyonnais, Société Générale, Comptoir national d'Escompte, Crédit industriel et commercial, un tableau comparatif des principaux chapitres de leurs bilans. Aucun de ces établissements n'avait, jusqu'à fin 1919, procédé à une augmentation de son capital.

	Fin mai 1914	Fin juin 1919
	(En millions)	
Caisse et Banque.....	660.7	1.468.5
Dépôts de fonds.....	2.790.6	3.836.7
Comptes courants créditeurs.....	3.636.1	5.586.7
Comptes courants débiteurs.....	1.582.4	1.906.2
Reports, prêts, avances.....	1.151.4	671.1
Portefeuille commercial	4.062.3	6.154.0
La comparaison des capitaux ainsi versés se chiffre ainsi :		
Dépôts de fonds à vue et à échéance	2.790.6	3.836.7
Comptes courants créditeurs.....	3.636.1	5.586.7
	6.426.7	9.423.4
moins :		
Comptes courants débiteurs.....	1.582.4	1.906.2
Reports, prêts, avances.....	1.151.4	671.1
	2.733.8	2.577.3
Montant capitaux versés par le public	3.692.9	6.846.1

leurs dividendes fortement réduits, sauf quelques exceptions, pour les exercices 1914 et 1915, progressèrent notablement comme on le voit dans le tableau ci-après :

	EXERCICES						
	1913	1914	1915	1916	1917	1918	1919
Banque de France.....	200 »	190 »	200 »	240 »	240 »	240 »	240 »
Banque de l'Algérie.....	105 »	110 »	110 »	110 »	110 »	110 »	120 »
Crédit foncier.....	37 »	25 »	25 »	25 »	30 »	30 »	35 »
Crédit lyonnais.....	65 »	25 »	30 »	40 »	40 »	50 »	60 »
Compt. nation. d'escompte	40 »	25 »	25 »	30 »	30 »	35 »	40 »
Société générale.....	20 »	»	»	10 »	12 »	15 »	17 50
Crédit Industriel et Com-							
mercial (non lib.).....	16 25	5 »	12 »	12 50	13 50	15 »	17 »
Banque nationale de crédit	6 »	5 »	7 »	12 »	13 »	15 »	17 50
Banque Paris et Pays-Bas	75 »	»	25 »	30 »	35 »	40 »	50 »
Banque Union Parisienne	50 »	25 »	25 »	30 »	35 »	40 »	50 »
Compagnie algérienne.....	57 50	50 »	50 »	52 50	54 »	57 50	60 »
Banque industr. de Chine	»	10 »	10 »	10 »	12 »	25 »	35 »

Sauf donc pour la Banque de France qui, en vertu de la convention du 26 juillet 1918 (art. 3 de la loi du 20 décembre 1918) doit au-delà de 240 francs verser à l'Etat une somme égale à l'excédent net distribué, les répartitions subirent une augmentation légère mais régulière.

★
★ ★

Aux mêmes époques, le bilan de la Banque de France présentait les chiffres suivants :

Comptes courants créditeurs et dé-		
pôts de fonds des particuliers....	1.016.7	3.362.0
Avances aux particuliers	743.1	1.278.9
	273.6	2.083.1

« Ce qui ressort surtout, c'est l'abondance des ressources appartenant au public dans les grands établissements de crédit désignés ci-dessus, sans parler de celles qui se trouvent dans les banques privées et chez les particuliers qui conservent leurs capitaux chez eux. » (A. Neymarck)

ACTIONS D'ENTREPRISES DIVERSES DE TRANSPORTS
ET DE COMPAGNIES DE NAVIGATION

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Métropolitain	595 »	438 »	399 »	397 »
Nord-Sud	160 »	115 »	102 »	118 25
Omnibus	605 »	400 »	404 »	390 »
Tramways de Paris et du département de la Seine.....	283 »	200 »	169 »	150 »
Tramways de Bordeaux.....	238 »	211 50	205 »	195 »
Tramways de Rouen.....	664 »	635 »	572 »	—
Wagons-Lits ord.	420 »	398 »	270 »	279 »
	100 »	80 87	71 55	70 55
Voitures à Paris.....	181 »	180 »	145 »	228 »
	100 »	99 45	80 »	126 10
Transatlantique ord.	155 »	100 »	100 »	208 »
Messageries marit. ord.....	120 »	70 »	65 »	131 »
Chargeurs réunis	620 »	455 »	538 »	1.195 »
Havraise péninsulaire	614 »	590 »	607 »	1.340 »
(c) (1) Chargeurs français.....	998 »	—	920 »	1.925 »
	100 »	88 30	88 95	191 40
Cie générale de navigation (H.P.L.M.)	324 »	295 »	280 »	360 »
	100 »	91 05	86 40	111 10
Est-Asiatique danois	880 »	903 »	1.040 »	5.400 »
	100 »	102 60	231 80	613 65

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Métropolitain	424 50	490 »	383 »	390 »
Nord-Sud	130 »	166 »	141 »	153 »
Omnibus	410 »	470 »	430 »	625 »

(1) c = valeur cotée en coulisse.

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Tramways de Paris et du département de la Seine.....	150 »	165 »	145 »	186 »
Tramways de Bordeaux.....	187 »	173 »	172 »	185 »
Tramways de Rouen.....	520 »	530 »	490 »	350 »
Wagons-Lits ord.	229 »	320 »	405 »	475 »
	69 15	78 05	73 05	79 75
Voitures à Paris.....	336 »	420 »	670 »	690 »
	186 10	232 05	370 15	381 20
Transatlantique ord.	332 »	381 »	578 »	594 »
Messageries marit. ord.....	279 »	315 »	682 »	590 »
Chargeurs réunis	1.720 »	1.570 »	1.950 »	2.450 »
Havraise péninsulaire	2.301 »	3.130 »	4.600 »	5.800 »
(c) (1) Chargeurs français.....	3.485 »	2.200 »	3.995 »	4.650 »
	323 75	303 »	470 90	561 80
Cie générale de navigation (H.P.L.M.)	471 »	600 »	800 »	998 »
	145 35	185 20	246 90	308 »
Est-Asiatique danois	5.300 » (2)	2.945 »	3.570 »	5.500 »
	602 25	334 65	405 70	625 »

Les valeurs de transports urbains, tant pour la région parisienne que pour la province, ne furent guère favorisées pendant la guerre. C'était le résultat des multiples difficultés que rencontraient les compagnies du fait de la hausse du charbon, des exigences du personnel et de la tendance des municipalités à mettre la main sur l'exploitation ou à imposer des contrats léonins. Elles subissaient

(1) c = valeur cotée en coulisse.

(2) Capital doublé.

l'influence du socialisme municipal, de même que nos Compagnies de chemins de fer supportaient celui du socialisme d'Etat. Seule, put reconstituer son capital et prélever de puissantes réserves la Compagnie des voitures à Paris (taxi-autos) qui jouissait d'une indépendance complète, du moins en ce qui concernait certaines branches de son exploitation (louage de voitures de maître et de tourisme).

Par contre, le groupe des transports maritimes, aussi paradoxal que cela puisse paraître avec l'activité de la guerre sous-marine, fut un des plus favorisés par la guerre. La hausse de ces titres tenait compte de la fermeté des frets et du renchérissement des navires qui conférait une plus-value au matériel naval des compagnies. La tonne du steamer neuf valait de 160 à 200 francs avant la guerre, se tenait entre 1200 et 1500 francs pendant, tandis que les frets vingtplaiaient dans certains cas (1).



ACTIONS DES CANAUX, PORTS ET DOCKS

		Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916	
Suez, cap.....	4.970 »	4.200 »	3.979 »	4.400 »	
Port de Rosario.....	1.340 »	1.300 »	1.245 »	1.200 »	
Docks du Havre.....	1.498 »	1.540 »	1.550 »	1.550 »	

(1) M. G. Brégand, dans son opuscule *La Bourse et la Guerre*, donne le mouvement des prix des frets. Nous lisons, par exemple, que les frets pour les blés et le maïs, par tonne métrique, de New-York à Marseille avaient passé de 19 francs en juillet 1914 à 434 en octobre 1918 et que, de Cardiff au Havre, le fret pour le charbon par tonne anglaise s'était élevé pendant la même période de 4 francs à 60 francs. L'année 1919 n'apporta pas la baisse attendue, il fallut patienter jusqu'en 1920.

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Docks de Marseille.....	405 »	380 »	390 »	432 »
Entrepôts et Magasins généraux de Paris.....	393 »	280 »	300 »	370 »
	<u>100 »</u>	<u>89 50</u>	<u>86 75</u>	<u>92 40</u>

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Suez, cap.....	4.575 »	5.435 »	6.450 »	7.975 »
Port de Rosario.....	1.135 »	1.250 »	1.408 »	1.950 »
Docks du Havre.....	1.300 »	1.430 »	1.335 »	1.630 »
Docks de Marseille.....	526 »	468 »	426 »	445 »
Entrepôts et Magasins généraux de Paris.....	432 »	450 »	499 »	568 »
	<u>92 60</u>	<u>104 05</u>	<u>117 55</u>	<u>146 05</u>

Nous nous expliquons mal la plus-value considérable enregistrée par le Suez, surtout celle de 1919-1920 où elle a battu de loin tous les records précédents, même ceux de 1913, année où fut réparti le dividende maximum. Voici les recettes de transit et les répartitions octroyées aux actions de capital depuis 1913 :

Exercices	Recettes de transit	Dividendes
1913	125.500.000	165 »
1914.	121.380.000	120 »
1915.	92.610.000	120 »
1916.	79.380.000	90 »
1917.	63.120.000	65 »
1918.	81.070.000	100 »
1919.	142.030.000 (1)	210 »

(1) De plus, les paiements s'effectuant ou devant s'effectuer en Egypte, soit théoriquement en livres égyptiennes, ils ont lieu d'après une équivalence déterminée et invariable du franc, de la livre égyptienne et de la livre sterling, établie sur la base de l'or, alors que les

La brillante allure de ses cours s'expliquait surtout par le prestige demi-séculaire dont jouit cette exploitation. Dans les prévisions pour l'avenir, les porteurs auraient été peut-être prudents non seulement d'envisager des détaxes successives sur les navires en transit, mais encore de ne pas perdre de vue qu'il leur fallait chaque année faire un prélèvement important sur les dividendes pour amortir la très grosse prime des actions au-dessus du pair, prime qui n'aura dans la liquidation de l'actif en fin de concession qu'une contre-partie insignifiante.

Les conditions spéciales dans lesquelles se trouvaient nos ports empêchaient les Compagnies de docks de profiter de leur trafic intense.



HAUTS-FOURNEAUX ET ACIERIES

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Creusot	2.034 »	1.900 »	1.820 »	2.380 »
Marine et Homécourt.....	1.740 »	1.505 »	1.721 »	2.247 »
Longwy	1.460 »	1.401 »	1.295 »	910 »
Micheville	1.765 »	1.600 »	1.600 »	1.352 »
Forges et Aciéries du Nord et de l'Est	2.050 »	1.924 »	1.498 »	1.350 »
Senelle-Maubeuge	1.069 »	937 »	937 »	—
Denain-Anzin	2.355 »	1.960 »	1.888 »	1.695 »
Aciéries de France.....	772 »	550 »	599 »	850 »
Montataire	1.552 »	1.480 »	1.480 »	1.620 »
Commentry-Fourchambault.	1.398 »	1.235 »	1.290 »	1.610 »

comptes sont établis en francs puisque la Société est de nationalité française.

La Compagnie réalisa de ce fait en 1919 de jolis bénéfices comptabilisés sous l'euphémisme de « bénéfices sur transmission de fonds ». (*L'Illustration économique et financière*, n° du 31 janvier 1920).

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Châtillon-Commentry	1.960 »	1.920 »	1.870 »	2.450 »
Montbard-Aulnoye	248 »	195 »	250 »	410 »
Usines de la Basse-Loire...	316 »	225 »	293 »	386 »
Normande de Métal. (1916)	—	—	—	—
Hts-Fourneaux de Caen....	325 »	—	175 »	156 »
Forges d'Alais, priorité....	375 »	315 »	245 »	376 »
	100 »	90 »	87 35	96 45

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Creusot	2.651 »	2.470 »	3.380 »	3.550 »
Marine et Homécourt.....	3.150 »	1.400 »	1.560 »	1.701 »
Longwy	900 »	1.300 »	1.869 »	1.975 »
Micheville	1.315 »	1.729 »	2.065 »	2.100 »
Forges et Aciéries du Nord et de l'Est	1.240 »	1.501 »	2.075 »	3.300 »
Senelle-Maubeuge	—	960 »	1.535 »	2.020 »
Denain-Anzin	670 »	1.350 »	1.980 »	3.600 »
Aciéries de France.....	1.010 »	934 »	855 »	1.040 »
Montataire	2.290 »	2.275 »	2.180 »	3.200 »
Commentry-Fourchambault.	2.130 »	1.780 »	2.399 »	3.051 »
Châtillon-Commentry	3.175 »	2.878 »	4.360 »	5.750 »
Montbard-Aulnoye	505 »	474 »	380 »	510 »
Usines de la Basse-Loire...	590 »	312 »	280 »	316 »
Normande de métal. (1916)	510 »	500 »	400 »	410 »
Hts-Fourneaux de Caen...	200 »	185 »	177 75	165 »
Forges d'Alais, priorité....	280 »	300 »	235 »	248 »
	108 35	102 20	130 45	169 55

CONSTRUCTIONS MECANIQUES

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Fives-Lille	994 »	585 »	500 »	724 50
Construct. mécan. (Cail.)	422 »	324 »	324 »	315 »
Dyle et Bacalan, ord....	240 »	135 »	130 »	146 »
Longueville (1913)	—	276 »	276 »	290 »
Decauville	152 »	146 »	124 »	200 »
Matériel de chem. de fer	1.040 »	1.090 »	970 »	1.100 »

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
(c) Diétrich	180 »	120 »	130 »	220 »
Batignolles-Châtillon (Locomotives) 1917	—	—	—	—
(c) Hotchkiss	154 »	187 »	423 »	491 »
(c) Moteurs à gaz et indust. mécanique	80 »	78 »	75 »	166 »
(c) S.O.M.U.A. (Bouhey-Farcot)	101 50	100 »	106 »	162 »
	<u>100 »</u>	<u>83 56</u>	<u>84 03</u>	<u>104 80</u>

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Fives-Lille	991 »	1.280 »	2.710 »	3.450 »
Construct. mécan. (Cail.)	297 »	276 »	307 »	540 »
Dyle et Bacalan ord....	700 »	580 »	450 »	540 »
Longueville (1913)	375 »	330 »	338 »	417 »
Decauville.	284 »	299 »	311 »	426 »
Matériel de chem. de fer	980 »	1.321 »	953 »	1.594 »
(c) Diétrich	358 »	270 »	280 »	320 »
Batignolles-Châtillon (Locomotives) 1917	700 »	760 »	735 »	750 »
(c) Hotchkiss	772 »	339 »	441 »	480 »
(c) Moteurs à gaz et indust. mécanique	176 »	P(1) 166 »	168 »	210 »
(c) S.O.M.U.A. (Bouhey-Farcot)	181 »	P(1) 141 »	151 »	172 »
	<u>140 50</u>	<u>137 45</u>	<u>167 85</u>	<u>223 90</u>

AUTOMOBILES

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
(c) Peugeot	553 »	502 »	512 »	765 »
(c) Bellanger (1917)	—	—	—	—
(c) Chenard et Walker.....	490 »	210 »	322 »	480 »

(1) P = valeur cotée au Parquet.

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
(c) Mestre et Blatgé, prior.	200 »	195 »	200 »	233 »
(c) Gône et Rhône, jous.	2.802 »	1.930 »	2.055 »	3.190 »
(c) Ballot	150 »	130 »	135 »	198 »
	100 »	70 75	76 85	116 »

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
(c) Peugeot	810 »	830 »	805 »	850 »
(c) Bellanger (1917)	—	170 »	135 »	144 »
(c) Chenard et Walker.....	569 »	450 »	465 »	495 »
(c) Mestre et Blatgé, prior.	247 »	234 »	260 »	285 »
(c) Gône et Rhône, jous.	4.050 »	2.150 »	2.480 »	2.100 »
(c) Ballot	374 »	312 50	481 »	525 »
	144 20	94 80	107 05	101 45

CHANTIERS NAVALS

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Chant ^{re} de la Loire.....	1.732 »	1.525 »	1.430 »	1.750 »
— de la Méditerranée..	869 »	750 »	715 »	920 »
— de la Gironde.....	780 »	695 »	»	720 »
— St-Nazaire (Penhoët)	1.257 »	1.161 »	980 »	1.470 »
— de France.....	530 »	365 »	296 »	301 »
	100 »	87 »	79 65	99 87

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Chant ^{re} de la Loire.....	2.174 »	1.973 »	2.495 »	3.150 »
— de la Méditerranée..	1.359 »	1.022 »	973 »	1.230 »
— de la Gironde.....	1.194 »	900 »	977 »	1.000 »
— St-Nazaire (Penhoët)	1.990 »	1.870 »	1.720 »	2.125 »
— de France.....	402 »	650 »	625 »	760 »
	137 75	124 10	131 40	159 90

L'industrie métallurgique fut une de celles qui profi-

tèrent directement de la guerre. La fabrication des munitions et du matériel de guerre fournit aux usines restées en-dehors de la zone des opérations militaires des accroissements de bénéfices considérables, qui leur permirent de développer les outillages et de renforcer leur situation financière. Cet état de choses se traduisit à la Bourse par une hausse importante des valeurs de ce groupe, hausse qui atteignit, durant les hostilités proprement dites, son apogée en octobre 1917. Les cours ne paraissent pas toujours, sur notre tableau, refléter de manière très apparente cette situation florissante ; mais dans leur comparaison, il faut tenir compte des augmentations de capital qui toutes se firent à des conditions avantageuses pour les anciens porteurs. De plus, ces sociétés avaient intérêt à procéder à de larges amortissements, à constituer de puissantes réserves et d'importants stocks, quitte à rogner un peu sur les dividendes, pour éviter dans une certaine mesure l'impôt sur les bénéfices de guerre.

Après l'armistice, il y eut une certaine indécision chez plusieurs d'entre elles. La question se posait, en effet, de savoir comment des usines qui, pendant cinquante mois, avaient fabriqué des munitions et du matériel de guerre pourraient se transformer en vue des fabrications du temps de paix. La transition se fit dans des conditions somme toute favorables, avec l'appui du gouvernement qui pour des raisons de politique sociale, que nous n'avons pas à discuter ici, ne se prévalut que modérément de la faculté de résiliation qu'il avait insérée à son profit dans les marchés de guerre. Cette transition aurait été plus facile encore sans les crises du charbon et des transports.

Quant aux titres des Sociétés des pays envahis, dont

les usines nous revinrent plus ou moins endommagées, parfois même complètement détruites, elles enregistrèrent des plus-values considérables, tant était grande la confiance que l'on nourrissait dans la remise en état rapide de toutes ces affaires et du dédommagement qu'elles devaient retirer de l'Etat. Il faut dire que plusieurs, comme Fives-Lille par exemple, avaient retiré d'usines installées à l'intérieur de très substantiels bénéfices.

C'est dans ces groupes et spécialement dans celui de la grosse métallurgie que l'on trouvait, avant la guerre, les titres les plus chers de la cote. Ils ont conservé ce privilège jusqu'en 1919 et l'avenir ne semble pas devoir les en déposséder. La France est, en effet aujourd'hui, après les Etats-Unis, le pays le plus riche en minerai de fer ; ce n'est plus seulement dans le Centre, l'Est et le Nord que travaillent et grandissent nos usines sidérurgiques ; les régions de Caen, Rouen, Nantes et St-Nazaire sont devenues et restent des centres industriels extrêmement vivants. Mais, au moment de la période de la liquidation de la guerre, restait à solutionner la question de notre approvisionnement en charbon, sans lequel nous ne pouvions nous permettre d'être une grande nation exportatrice. Nous allons donc consacrer quelques lignes à ce groupe.

★ ★

CHARBONNAGES DU NORD ET DU PAS-DE-CALAIS

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
<i>1^{re} catégorie :</i>				
Béthune	6.200 »	5.680 »	5.680 »	»
Marles 30. %	3.130 »	2.900 »	2.975 »	3.410 »
Vicoigne-Nœux	1.686 »	1.490 »	1.330 »	1.620 »

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Ligny-les-Aire	622 »	562 »	560 »	660 »
Clarence (c)	230 »	186 »	189 50	320 »
Bruay (c)	1.411 »	1.030 »	1.330 »	1.635 »
	100 »	89 25	90 85	100 35

2^e catégorie :

Lens	1.497 »	1.020 »	885 »	1.029 »
Liévin 1/300 ^e (c).....	141 75	»	»	»
Courrières (1)	4.900 »	»	1.715 »	2.020 »
Carvin	801 »	742 »	742 »	800 »
Dourges	465 »	400 »	399 »	398 »
	100 »	92 30	49 75	56 25

Fin décembre

	1917	1918	1919	15 avril 1920
<i>1^{re} catégorie :</i>				
Béthune	5.185 »	5.855 »	6.700 »	11.600 »
Marles 30 %	5.200 »	4.105 »	4.505 »	5.200 »
Vicoigne-Noëux	2.295 »	2.145 »	2.520 »	3.420 »
Ligny-les-Aire	960 »	755 »	890 »	1.490 »
Clarence (c)	545 »	485 »	435 »	599 »
Bruay (c)	2.305 »	2.100 »	2.240 »	3.295 »
	124 20	116 30	130 20	192 80

2^e catégorie :

Lens	980 »	1.052 »	1.200 »	1.810 »
Liévin 1/300 ^e (c).....	»	108 »	118 50	173 »
Courrières	2.370 »	2.145 »	2.011 »	2.700 »
Carvin	»	597 »	655 »	960 »
Dourges	300 »	360 »	536 »	875 »
	58 85	54 60	57 90	83 50

(1) En juillet 1914 le capital des mines de Courrières a été porté de 6 à 18 millions. Les 120.000 actions nouvelles ne furent admises à la cote qu'en 1919. Il faut en tenir compte dans la comparaison des cours.

AUTRES CHARBONNAGES

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Loire (Loire)	232 »	212 »	239 »	340 »
Blanzv (S.-et-L.) (c).....	662 »	625 »	670 »	799 »
Albi (Tarn) (c)	445 »	395 »	430 »	584 »
Carmaux (Tarn)	2.635 »	2.230 »	2.520 »	2.775 »
Grand' Combe (Gard)	1.985 »	1.950 »	2.135 »	2.280 »
Ahun (Creuse)	67 »	56 »	77 »	96 »
Héraclée, parts (Turquie) (c)	2.500 »	1.550 »	1.300 »	1.790 »
Shansi (Chine), coup. 25 (c)	33 »	19 50	17 50	21 »
Charbonnages du Tonkin ..	1.730 »	1.679 »	1.700 »	1.990 »
	100 »	84 70	88 35	103 40

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Loire (Loire)	650 »	512 »	510 »	939 »
Blanzv (S.-et-L.) (c)	1.150 »	1.070 »	1.380 »	2.140 »
Albi (Tarn) (c)	920 »	703 »	815 »	715 »
Carmaux (Tarn)	4.015 »	3.900 »	(5 ¹) 790 »	1.130 »
Grand' Combe (Gard)	3.005 »	2.350 »	2.560 »	2.980 »
Ahun (Creuse)	143 »	112 »	110 »	140 »
Héraclée, parts (Turquie) (c)	1.595 »	2.340 »	15.500 »	24.000 »
Shansi (Chine) coup. 25 (c)	28 25	38 75	56 »	98 »
Charbonnages du Tonkin ..	2.150 »	2.400 »	(1) 3.300 »	6.000 »
	132 72	130 50	243 20	370 70

On pouvait rationnellement diviser les charbonnages du Nord de la France en trois catégories : 1° les Compagnies du Pas-de-Calais n'ayant que peu ou point souffert de la guerre, sauf Béthune assez éprouvé ; 2° les Compagnies situées sur la ligne de feu et très sérieusement touchées, dans l'ordre Lens et Liévin, puis Courrières, Meurchin (cotée à Lille), Carvin, etc... ; 3° les Sociétés du

(1) Action dédoublée.

Département du Nord situées derrière le front, exploitées par les Allemands pendant l'occupation et plus ou moins endommagées par eux au moment de leur retraite (Anzin, Aniche, Ostricourt, Escarpelle, Thivencelles, Flines, Douchy, toutes valeurs cotées à Lille (1).

Il est encore impossible à l'heure actuelle de faire une comparaison sur la situation de ces charbonnages. Mentionnons cependant que la production de la France avant la guerre se répartissait comme suit :

	Année 1913
Nord et Pas-de-Calais	27.389.307 tonnes
Loire et Haute-Loire	3.966.618 —
Gard et Hérault	2.332.091 —
Saône-et-Loire	2.210.091 —
Tarn et Aveyron	1.974.804 —
Bouches-du-Rhône	694.054 —
Isère	362.662 —
Autres départements	1.913.991 —
	40.843.618 tonnes

Pendant les années de guerre la production s'établit de la façon suivante :

1914	29.786.000 tonnes
1915	19.908.000 —
1916	21.477.000 —
1917	28.924.000 —
1918	29.311.000 —

Le chiffre le plus élevé d'extraction restant au Pas-de-Calais non envahi avec 8 millions de tonnes pour 1918, la Loire et la Haute-Loire venant après avec un peu plus de 5 millions.

(1) Pour l'examen des charbonnages pratiqués en bourse de Lille, consulter *La Revue économique et financière*, n° du 8 janvier 1921, p. 44.

Pour 1919, la production totale de la France ne fut, à cause de l'agitation ouvrière, que de 19.500.000 tonnes dont 7.096.000 pour le Pas-de-Calais, non compris la Lorraine. Si on y ajoute la production des houillères de Lorraine qui a été de 2.325.000 tonnes, on arrive pour 1919 au total de 21.800.000 tonnes. La même année, l'importation des charbons étrangers s'éleva à 18.600.000 tonnes.

Les mines du Nord et du Pas-de-Calais représentaient donc avant la guerre plus des deux tiers de la production française. Celles du Nord qui donnaient dans les 7 millions de tonnes doivent recouvrer leur activité normale vers la fin de 1922 d'après les prévisions des Compagnies minières (1). Quant aux mines détruites du Pas-de-Calais, comme Lens et Courrières, l'extraction n'a commencé qu'en fin 1920 et elles n'arriveront guère qu'à produire la moitié de leur chiffre normal — 20 millions de tonnes — que dans deux ou trois ans. Pour nous fixer les idées dans la période que nous étudions disons que la production des houillères du Pas-de-Calais pendant le dernier mois de 1919 s'est réparti ainsi :

1^{re} Catégorie :

Bruay	205.000 tonnes
Marles	157.000 —
Vicoigne et Nœux	139.000 —
Béthune	98.000 —
Ferfay	21.000 —
Ligny-les-Aire	13.000 —
Vendin-les-Béthune	12.000 —
La Clarence	6.000 —
651.000 tonnes	

(1) Voir à ce sujet l'*Illustration économique et financière*, n° du 16 octobre 1920, p. 1011, d'après le rapport de M. Stouvenot, ingénieur en chef des mines.

Restent nos autres charbonnages. Ils disposèrent pendant la guerre d'une main-d'œuvre exceptionnelle (prisonniers de guerre et mineurs du Nord rendus disponibles par l'invasion) qui leur permit de pousser leur extraction. Bien que la prépondérance leur échappe actuellement, leurs débouchés restent assurés. Au point de vue financier, leurs Conseils d'administration constituèrent d'importantes réserves avouées ou occultes (1) qui leur permettront de voir venir sans crainte des années moins prospères. Certaines enfin ont passé des accords avec des Sociétés métallurgiques ou créé des filiales (Mines de la Loire par exemple) pour l'écoulement de leurs produits.

Nous ne donnerons aucun commentaire sur l'Héraclée, affaire turque des bords de la mer Noire et la Pekin Syndicate (Shansi) qui sont des valeurs plus spéculatives qu'intéressantes au point de vue économique et dont le coupon 1 en fin 1919 était toujours fermement attaché.



(1) C'est ainsi qu'en février 1920 les Mines d'Albi portèrent leur capital de 3 à 9 millions par la création de 60.000 actions émises au pair (100 fr) réservées aux actionnaires à raison de 2 actions nouvelles pour une ancienne. En même temps, la Société répartissait une somme de 100 francs par action, prélevée sur les réserves. Le porteur d'une action n'eut donc à déboursier que 100 francs pour deux nouvelles actions.

Le cours qui était de 815 francs au 31 décembre 1919 fut porté au-delà de 1.400 francs à l'annonce de cette nouvelle.

D'autres Compagnies imitèrent cet exemple (Blanzv, Roche-la-Mo-lière, etc.).

Et encore des mesures législatives furent-elles prises pour assurer au mieux de l'intérêt général non seulement la répartition du charbon, mais encore le contrôle des prix (notamment la loi fondamentale du 22 avril 1916 sur la taxation et la réquisition des charbons, complétée et prorogée par divers lois et décrets).

Mines. — Avant de parler des valeurs correspondantes aux principaux métaux, constatons que la guerre — constatation générale qui s'applique à presque tous les biens en nature — amena un renchérissement de ceux-ci par suite des demandes considérables des usines de guerre. Les cours furent plus faibles après l'armistice à cause de la mise sur le marché par les alliés de stocks considérables ; mais ceux-ci furent rapidement absorbés et les cours clôturèrent à la fin de 1919, si ce n'est en forte plus-value, du moins à des prix dépassant considérablement ceux de 1914 (1) :

LA TONNE ANGLAISE	1914		1915		1916	
	Plus haut	Plus bas	Plus haut	Plus bas	Plus haut	Plus bas
	L. sh. d.	L. sh. d.	L. sh. d.	L. sh. d.	L. sh. d.	L. sh. d.
Cuivre	66.15.0	49. 0.0	87.10.0	57. 2.6	153. 5.0	85. 2.6
Etain	188. 5.0	120. 0.0	194. 0.0	148. 5.0	202. 5.0	163. 7.6
Plomb	24. 0.0	17.10.0	30. 5.0	18. 6.8	36. 7.6	27.15.0
Zinc.	40. 0.0	21. 5.0	115. 0.0	28. 0.0	110. 0.0	44. 0.0

LA TONNE ANGLAISE	1917		1918		1919	
	Plus haut	Plus bas	Plus haut	Plus bas	4 janvier	30 décembre
	L. sh. d.	L. sh. d.	L. sh. d.	L. sh. d.	L. sh. d.	L. sh. d.
Cuivre	140. 5.0	110. 5.0	122. 5.0	100. 0.0	111.10.0	116. 7.8
Etain	308.10.0	180.17.6	399. 0.0	254. 0.0	235. 0.0	342. 1.8
Plomb	30.10.0	30.10.0	40.10.0	29.10.0	40. 0.0	45. 1.2
Zinc.	58. 0.0	45.10.0	57. 0.0	54. 0.0	57. 0.0	56. 3.4

Les valeurs métalliques suivirent naturellement l'évolution de ces cours et pour certaines celle des cours du change. Il faut également tenir compte des variations de

(1) Sur la tenue des principaux métaux industriels en 1920, l'*Illustration économique et financière*, n° du 4 décembre 1920, p. 1157.

capital. C'est ainsi que la moins-value des mines de Bor s'explique pour partie par le doublement du capital en 1919 de 7 à 14 millions au moyen de l'émission au pair de 100 francs de 70.000 actions nouvelles. De même, l'Asturienne des Mines vit le cours de 9.000 francs en août 1919, son capital fut alors triplé dans des conditions extrêmement avantageuses pour les actionnaires (à 315 francs par action nouvelle). Mesure analogue pour Penarroya en 1917 et le Nickel en 1919.

GROUPE DU CUIVRE

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Rio (Espagne)	1.780 »	1.470 »	1.518 »	1.760 »
Boléo (Mexique)	732 »	640 »	615 »	996 »
Tharsis (Espagne) (c)	182 »	161 50	139 50	146 »
Pyrites de Huelva (Espagne)	525 »	500 »	435 »	449 »
Cape Copper (Cap-Indes) (c)	125 »	69 25	65 »	132 »
Bor, ord. (Serbie)	1.500 »	918 »	860 »	857 »
Corocoro (Bolivie) (c)	19 50	14 50	23 50	41 50
Mount Elliott (Australie) (c)	90 »	78 »	72 »	135 »
Catemu, ord. (Chili) (c)...	57 50	52 »	44 »	115 50
Utah Copper (E.-U.) (c)	268 »	255 »	479 50	617 »
Chino (E.-U.) (c)	206 »	187 »	328 »	370 »
Ray (E.-U.) (c)	99 »	97 »	149 »	170 »
Montecatini (Italie) (c)	131 »	105 »	112 50	134 »
	100 »	79 55	84 70	103 65

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Rio (Espagne)	1.829 »	1.770 »	1.860 »	2.280 »
Boléo (Mexique)	915 »	780 »	849 »	1.240 »
Tharsis (Espagne) (c)	145 50	144 »	155 50	198 »
Pyrites de Huelva (Espagne)	404 »	400 »	545 »	524 »
Cape Copper (Cap-Indes) (c)	110 »	93 50	75 50	94 »
Bor, ord. (Serbie)	890 »	1.400 »	1.260 »	1.700 »
Corocoro (Bolivie) (c)	82 »	76 50	70 »	98 »
Mount Elliott (Australie) (c)	135 »	110 »	140 »	171 »
Catemu, ord. (Chili) (c)...	84 50	70 75	75 »	165 »

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Utah Copper (E.-U.) (c)	554 »	510 »	820 »	1.265 »
Chino (E.-U.) (c)	329 »	285 »	402 »	604 »
Ray (E.-U.) (c)	156 »	153 »	224 »	305 »
Montecatini (Italie) (c)	117 50	148 »	139 »	169 »
	100 65	103 95	115 75	154 20

GROUPE DU PLOMB

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Penarroya (pl. et ch.) (Esp.)	1.374 »	1.240 »	1.385 »	2.300 »
Aguilas (Espagne)	126 »	88 »	63 »	68 »
Laurium français (Grèce) ..	435 »	395 »	290 »	356 »
Balia Karaidin (Turquie) (c)	519 »	320 »	304 »	285 »
	100 »	83 25	83 20	122 62

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Penarroya (pl. et ch.) (Esp.) (1)	1.240 »	1.278 »	1.415 »	2.240 »
Aguilas (Espagne)	90 »	91 »	148 »	195 »
Laurium français (Grèce) ..	350 »	395 »	460 »	600 »
Balia Karaidin (Turquie) (c)	338 »	400 »	370 »	554 »
	82 25	88 20	97 50	146 25

GROUPE DU ZINC

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Malfidano, jouis. (Sardaigne)	305 »	165 »	178 »	234 »
Vieille-Montagne (Belg.) (c)	976 »	525 »	610 »	725 »
Guergour (Algérie)	530 »	525 »	495 »	517 »

(1) Capital augmenté (*L'économiste français*, 10 février 1917, p. 191), dont une partie par l'incorporation des réserves.

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Aïn-Arko (Algér.), jouiss. (c)	138 »	—	78 »	82 »
Butte and Superior (c)	175 »	205 »	449 »	419 »
Ouasta et Mesloula, jouiss. (Algérie) (c)	855 »	725 »	660 »	1.035 »
	100 »	76 65	82 90	101 10

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Malfidano, jouis. (Sardaigne)	321 »	382 »	490 »	586 »
Vieille-Montagne (Belg.) (c)	800 »	1.035 »	1.680 »	1.920 »
Guergour (Algérie)	565 »	541 »	457 »	700 »
Aïn-Arko (Algér.), jouiss. (c)	229 50	156 50	190 »	218 »
Butte and Superior (c)	»	240 »	250 »	420 »
Ouasta et Mesloula, jouiss. (Algérie) (c)	1.320 »	1.252 »	1.180 »	1.498 »
	122 65	121 05	142 55	179 30

GROUPE DE L'ETAIN

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Kinta, act. (c).....	131 »	135 »	100 »	125 »
— parts (c)	310 »	230 »	212 »	305 »
	100 »	82 75	70 75	97 50
	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Kinta, act. (c)	260 »	213 »	261 »	335 »
— parts (c)	525 »	428 »	565 »	650 »
	178 »	145 35	187 30	223 35

DIVERS.

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Le Nickel (Nouv.-Calédonie)	1.095 »	890 »	1.070 »	2.360 »
Segré (fer) (Maine-et-Loire)	135 »	118 »	102 »	101 50
Rouina (fer) (Algérie) (c)..	334 »	325 »	290 »	326 »
La Lucette (ant., or) (Mayenne et Algérie) (c)	83 50	91 »	150 »	175 »
Asturienne des Mines (div.) (Espagne) (c)	5.395 »	»	»	»
Mokta-el-Hadid (div.) (Algérie) t. p.	2.215 »	1.800 »	1.530 »	1.975 »
	100 »	93 10	92 20	111 60

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Le Nickel (Nouv.-Calédonie)	1.580 »	1.450 »	1.355 »	1.825 »
Segré (fer) (Maine-et-Loire)	122 »	107 »	91 »	115 »
Rouina (fer) (Algérie) (c)..	273 »	400 »	550 »	720 »
La Lucette (ant., or) (Mayenne et Algérie) (c)	230 »	320 »	229 »	375 »
Asturienne des Mines (div.) (Espagne) (c)	5.400 »	6.700 »	4.000 »	4.450 »
Mokta-el-Hadid (div.) (Algérie) t. p.	2.200 »	2.550 »	3.300 »	5.800 »
	105 90	124 50	102 90	143 50



Valeurs d'argent. — Ces valeurs sont assez peu nombreuses sur le marché de Paris et n'intéressent guère que les spéculateurs professionnels. L'année 1919 a été marquée par une hausse sensationnelle du métal-argent qui a atteint des cours inusités. L'argent qui, avant la guerre, stationnait à 70 francs le kilogramme et à 22 pence l'once de 31 gr. 103 à Londres, cotait à Paris, à fin 1919, 490

francs (le pair légal est de 220 fr. 56) et à 76 pence 1/4 l'once à Londres (1).

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Huanchaca (Chili) (c)	36 50	»	28 50	44 75
Ticapampa (Pérou) (c)	71 »	60 »	»	56 75
	100 »	89 70	82 25	94 40

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Huanchaca (Chili) (c)	61 50	49 50	55 »	97 »
Ticapampa (Pérou) (c)....	99 50	93 25	139 50	135 »
	150 »	132 95	181 30	216 35

★ ★

Mines d'or. — Effondré le premier lors de la crise de 1914, somnolent pendant toute la durée de la guerre, le marché minier sud-africain subit un revirement complet dans le second trimestre de 1919. Alors que la situation paraissait désespérée en janvier 1919 et que certaines compagnies s'apprêtaient à cesser leur exploitation, sur la demande des dirigeants miniers intéressés, le Gouvernement de l'Union et de Londres décidèrent que les mines continueraient à réserver leur production à la Banque d'Angleterre, mais qu'elles seraient déliées de l'obligation

(1) Ne pas perdre de vue la hausse de la livre sterling (40 fr. 77) par rapport au franc.

Pendant les années de guerre, les prix moyens du métal-argent, l'once, ont été les suivants : 1914, 25 pence 5/16 ; 1915, 23 pence 11/16 ; 1916, 31 pence 15/16 ; 1917, 40 pence 7/8 ; 1918, 47 pence 9/16 ; 1919, 57 pence 1/16 (*L'Economiste français*, n° du 17 avril 1920, p. 486).

de la vendre au taux immuable de 3 £ 17 sh. 9 pence l'once fixé par celle-ci (1).

Tandis que toutes les mines métalliques avaient pu, jusqu'alors, faire face à l'augmentation de leur prix de revient par une hausse équivalente des cours du métal produit, les mines d'or avaient été jusqu'alors tenues à l'écart. Le cours fixe n'exista à ce moment plus pour elles et elles profitèrent de la prime que le métal précieux faisait sur le marché. Cette prime, basée en somme sur la valeur du change anglais par rapport à celui des pays acheteurs de métal précieux, s'élevait à la fin de 1919 à environ 20 %. Elle était donc uniquement fonction de la dépréciation de la livre sterling et ne reposait que sur une pointe d'aiguille : le change.

	1913	Fin décembre		
		1914	1915	1916
Brakpan	63 »	60 »	90 »	134 »
Chartered	24 »	21 »	13 50	15 25
City Deep	67 50	85 »	106 »	117 50
Crown Mines	162 »	121 »	92 »	80 »
East Rand	55 »	40 »	36 »	21 50
Goldfields	54 »	44 »	39 »	51 75
Modderfontein (B.)	110 »	118 »	170 »	201 »
Rand Mines.....	147 »	135 »	118 »	103 »

(1) En réalité, les Gouvernements ayant, par le moyen des banques d'émission et de leur trésorerie, émis beaucoup de papier fiduciaire pour subvenir aux énormes dépenses de guerre, s'étaient trouvés réduits à établir des réglementations et notamment à maintenir le prix de l'or à un taux invariable — celui d'avant la guerre — en vue de ne point laisser s'accuser la différence de valeur de l'or et du papier fiduciaire. C'était insensiblement et peu à peu que cette situation s'était établie : on escomptait toujours, en effet, une fin des hostilités plus proche qu'elle ne devait l'être en réalité. L'Entente n'osait affaiblir le prestige moral de sa puissance financière.

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Rose Deep	62 50	55 »	47 50	31 »
Mozambique (C ^{le} de).....	21 »	15 »	10 75	13 75
Dos Estrellas (Mexique)	230 »	125 »	124 »	120 »
	100 »	82 23	85 »	89 25

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Brakpan	143 »	118 »	149 »	195 »
Chartered	23 »	30 »	43 »	56 25
City Deep	94 25	80 »	135 »	164 »
Crown Mines	50 25	72 »	148 50	194 »
East Rand	12 50	11 50	23 75	34 »
Goldfields	41 25	53 »	77 50	110 »
Modderfontein (B.)	231 »	226 »	363 »	429 »
Rand Mines.....	76 75	92 »	172 »	211 »
Rose Deep	27 »	32 »	49 »	57 »
Mozambique (C ^{le} de)	18 50	28 »	32 50	62 »
Dos Estrellas (Mexique)	143 »	115 »	240 »	380 »
	86 40	86 10	143 90	190 »

(Toutes ces valeurs sont cotées en coulisse.)

★
★ ★

MINES DE DIAMANT

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
De Beers, ord. (c)	455 »	267 »	289 »	351 »
Jagersfontein (c)	133 »	77 »	78 »	110 »
	100 »	58 50	62 40	78 40

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
De Beers, ord. (c)	374 »	439 50	1.245 »	1.680 »
Jagersfontein (c)	115 »	121 »	266 »	365 »
	83 15	95 35	256 95	347 80

Le marché des valeurs diamantifères ne fut pas moins actif que celui des mines d'or dans le cours de la première année de liquidation de guerre. L'engouement dont elles firent preuve eut pour base la faveur dont les pierres précieuses, elles-mêmes, ne cessèrent pas de jouir dans le cours de cette période de cinq années.

La circulation fiduciaire s'étant accrue dans une proportion inconsiderée chez la plupart des pays belligérants aussi bien que chez les neutres, il en résulta une dépréciation très sensible de la monnaie en cours. Si à cette cause on ajoute l'instabilité politique, les nouvelles menaces de guerre sur l'Europe encore mal assise et les menaces fiscales, on arrive à comprendre la thésaurisation excessive. Mais, au lieu d'entasser non plus des billets, dont le pouvoir d'achat diminuait de jour en jour, d'autres résolurent de thésauriser une richesse dont le volume est restreint, non susceptible de perdre de sa valeur, facile à dissimuler et universellement appréciée. C'est ainsi qu'on commença à acquérir, en quantités énormes, des pierres précieuses et notamment des diamants.

Cette forme de la richesse acquise fut constatée chez les empires centraux qui effectuèrent de gros achats en Hollande et en Suisse dès 1915. Elle fut imitée par les détenteurs des fortunes nouvellement acquises et les pays neutres grands fournisseurs et larges profiteurs des belligérants. Les pierres atteignirent des cours inespérés, d'autant plus que les Compagnies diamantifères s'accordaient pour ne céder leur production que dans la limite exacte des demandes pour maintenir les cours de leurs marchandises au niveau qui leur convenait.

GAZ, EAUX, ELECTRICITE

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Gaz de Paris	277 »	270 »	off. 210 »	215 »
— de la banlieue (E.C.F.M.)	265 »	250 »	150 »	165 »
Eclairage de Bordeaux	108 50	109 »	65 »	61 »
Gaz et Eaux	600 »	525 »	400 »	390 »
Gaz Lebon (C ^{ie} centr. d'éclairage par le gaz)	1.560 »	1.520 »	1.278 »	1.200 off. »
Union des Gaz, 1 ^{re} série	730 »	680 »	680 »	off. 550 »
Gaz de Madrid, ord.	196 »	140 »	90 »	87 »
Compteurs à gaz	1.570 »	1.200 »	1.080 »	1.450 »
Bec Auer (Inc. par le gaz)	1.218 »	939 »	639 »	1.115 »
C ^{ie} générale des Eaux	2.090 »	2.075 »	1.695 »	1.624 »
Eaux de la banlieue de Paris	510 »	»	500 »	475 »
	100 »	90 05	74 40	80 35
Vichy	1.875 »	1.950 »	1.785 »	1.750 »
Vals	177 »	190 »	190 »	160 »
	100 »	104 30	96 25	93 10
Paris. de distr. d'électricité	620 »	398 »	380 »	345 »
Est-Lumière	154 50	128 »	90 25	103 »
Ouest-Lumière	146 »	90 »	84 »	93 »
Secteur Clichy	1.660 »	1.325 »	1.275 »	1.273 »
Eclair. et force par l'électric.	1.105 »	980 »	980 »	560 »
Secteur de la rive gauche	297 »	»	160 »	138 75
Triphasé	780 »	700 »	528 »	530 »
Electricité de Paris	765 »	550 »	423 »	445 »
Edison	720 »	602 »	560 »	505 »
Forces motr. du Rhône, act.	620 »	560 »	550 »	650 »
Energ. littoral méditer....	403 »	395 »	375 »	448 50
Electr. et gaz du Nord, parts	1.024 »	980 »	»	325 »
Havraise d'énerg. électrique	584 »	594 »	490 »	539 »
Basse-Loire, nom. 250 frs (c)	»	»	»	»
Loire et Centre	371 »	373 »	301 »	390 »
Sud-Ouest	»	508 »	480 »	»
	100 »	87 25	79 05	70 70
Applications industrielles...	257 »	254 »	253 »	255 »
Thomson-Houston	732 »	494 »	520 »	706 »
C ^{ie} générale d'électricité....	1.250 »	952 »	835 »	1.068 »

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Jéumont (Atel. Const. N.-E.)	458 »	373 »	230 »	240 »
Câbles télégraph., act.....	125 »	107 »	143 »	192 »
Télégraphes du Nord	844 »	730 »	915 »	1.035 »
American Telephone (en \$)	630 »	589 »	749 »	746 »
Industrielle des téléphones	286 »	272 »	290 »	402 »
Bréguet	581 »	»	500 »	719 »
	100 »	84 30	85 90	103 85

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Gaz de Paris	210 »	209 »	176 »	197 »
— de la banlieue (E.C.F.M.)	135 »	196 »	162 »	176 »
Eclairage de Bordeaux	70 »	104 »	125 »	150 »
Gaz et Eaux	292 »	428 »	309 »	413 »
Gaz Lebon (Cie centr. d'éclairage par le gaz)	»	1.200 »	1.005 »	780 »
Union des Gaz, 1 ^{re} série	»	540 »	280 »	265 »
Gaz de Madrid, ord.	60 »	80 »	67 »	75 »
Compteurs à gaz	1.875 »	785 »	652 »	890 »
Bec Auer (Inc. par le gaz).	1.142 »	1.026 »	960 »	980 »
Cie générale des Eaux	1.525 »	1.550 »	1.155 »	895 »
Eaux de la banlieue de Paris	420 »	468 »	400 »	369 »
	81 95	72 20	58 »	56 90
Vichy	1.634 »	1.805 »	1.820 »	1.735 »
Vals	175 »	163 »	160 »	170 »
	88 15	95 90	96 50	92 85
Paris. de distrib. d'électricité	381 »	485 »	375 »	400 »
Est-Lumière	88 »	118 »	86 »	75 »
Ouest-Lumière	88 »	112 »	88 »	82 »
Secteur Clichy	1.025 off.	1.200 »	(1) 455 »	451 »

(1) En 1919, le Conseil d'administration décida de donner suite aux résolutions prises en 1914 par les assemblées et dont l'exécution avait été ajournée du fait de la guerre. Il remboursa les 12.000 actions anciennes à 500 francs remplacées par des actions de jouissance et émit 12.000 actions nouvelles de 500 francs. Ces opérations de trésorerie justifient cet énorme écart de cours.

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Eclair. et force par l'électric.	»	745 »	730 »	761 »
Secteur de la rive gauche	92 50	169 »	101 »	150 »
Triphasé	605 »	650 »	585 »	585 »
Electricité de Paris	519 »	600 »	510 »	470 »
Edison	555 »	775 »	815 »	820 »
Forces motr. du Rhône, act.	803 »	870 »	980 »	1.080 »
Energ. littoral méditer....	568 »	553 »	574 »	559 »
Electr. et gaz du Nord, parts	»	900 »	1.440 »	1.690 »
Havraise d'énerg. électrique	575 »	576 »	520 »	540 »
Basse-Loire, nom. 250 frs (c)	»	369 »	(P) 350 »	294 »
Loire et Centre	366 »	338 »	304 »	365 »
Sud-Ouest	560 »	525 »	502 »	480 »
	73 55	89 80	84 10	87 95
Applications industrielles...	305 »	250 »	305 »	303 »
Thomson-Houston	840 »	760 »	880 »	1.050 »
Cie générale d'électricité....	1.010 »	1.127 »	940 »	1.260 »
Jeumont (Atel. Const. N.-E.)	222 »	320 »	430 »	500 »
Câbles télégraph., act.....	359 »	439 »	614 »	735 »
Télégraphes du Nord	1.068 »	896 »	1.060 »	1.270 »
American Telephone (en \$) (c)	710 »	681 »	1.030 »	1.600 »
Industrielle des téléphones	635 »	585 »	705 »	750 »
Bréguet	885 »	910 »	1.185 »	1.370 »
	116 85	115 60	138 45	171 15

Les mouvements de cours enregistrés sur la plupart des valeurs de ce groupe n'eurent pas l'ampleur de quelques compartiments, précédemment étudiés, comme celui des banques, des mines ou des valeurs métallurgiques. En fait, la crise du charbon et les difficultés avec les municipalités, malgré le fameux arrêt de principe rendu par le Conseil d'Etat le 30 mars 1916 au profit de la Compagnie du Gaz de Bordeaux, gênèrent les Compagnies à concession (1). Ce ne furent donc pas des valeurs de

(1) Dans un ordre d'idées analogue, cette jurisprudence qui affirmait

guerre, sauf celles qui utilisèrent, en totalité ou en partie, l'énergie hydraulique, comme les Forces motrices du Rhône, ou celles qui sont à la fois trust et Société de construction de matériel électrique, comme la Thomson ou l'Industrielle des Téléphones.

Là encore il faudrait tenir compte pour certaines des modifications de capital, souvent importantes, qui ont été effectuées au cours de cette période.

★
★★

PETROLES

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Bakou.....	1.830 »	1.150 »	1.200 »	1.693 »
Lianoroff (Caucase) ..	630 »	319 »	274 »	325 »
Mexican Eagle ordin. (Mexique)	46 50	42 »	41 »	52 »
North Caucasian, ord.	45 »	32 50	40 »	—
Russian Général oil..	55 »	—	22 50	31 25
Spies Pétroleum (Rus sie)	26 75	22 »	15 50	21 »
Nafta cap (Roumanie)	103 »	—	—	97 »
Boryslaw (Galicie) ..	71 »	42 »	32 »	38 75
Columbia (Roumanie)	2.050 »	1.010 »	750 »	714 »
Franco Wyoming pv. 6 % (E. U.).....	138 »	100 »	98 »	109 »
Grosnyi ord. Russie..	2.390 »	1.950 »	1.800 »	2.425 »
Royal Dutch, 1.000 flo nom.	12.700 » (1)	9.700 » (1)	—	—
Shell Transport, 1 £ nom.	215 » (1)	104 » (1)	—	—

le principe de la révision des contrats ou d'une juste indemnité a été consacrée par la loi du 21 janvier 1918 (loi Failliot, *Journal officiel* du 23), applicable aux marchés à livrer ou autres contrats commerciaux conclus avant la guerre.

(1) A Londres ou à Amsterdam.

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Steaua Romana (Roumanie).	720 »	670 »	693 »	660 »
Oklahoma, pr. (E.-U.)	91 »	57 »	74 »	95 »
	100 »	72 75	70 80	76 30

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Bakou	1.158 »	1.380 »	1.655 »	3.275 »
Lianosoff (Caucase) ..	262 »	310 »	354 »	648 »
Mexican Eagle ordin. (Mexique)	93 »	130 »	725 »	627 »
North Caucasian ord.	—	—	78 »	106 50
Russian General Oil	—	—	45 »	70 50
Spies Pétroleum (Russie)	22 25	—	32 50	37 50
Nafta cap (Roumanie)	66 »	116 50	170 »	295 »
Boryslaw (Galicie) ..	33 »	90 »	215 »	ex-dr. 300 »
Columbia (Roumanie)	649 »	1.282 »	1.575 »	4.000 »
Franco Wyoming pv. 6 % (E. U.)	155 »	147 50	277 »	370 »
Grosnyi ord. Russie..	1.405 »	2.150 »	2.975 »	3.425 »
Royal Dutch, 1.000 fl nom.	—	13.500 »	34.900 »	63.150 »
Shell Transport, 1 £ nom.	—	180 »	514 »	700 »
Steaua Romana (Roumanie)	961 »	1.245 »	1.900 »	3.500 »
Oklahoma, pr. (E.-U.)	119 »	109 »	156 »	235 »
	70 10	98 20	215 85	382 45

(Toutes ces valeurs, sauf l'Oklahoma priv., sont cotées au marché en banque.)

La guerre, qui fut témoin de révolutions si profondes en matière économique ou industrielle, vit éclater, entre autres, la crise du combustible. Crise non localisée à notre pays, mais qui atteignit les Etats-Unis et l'Angleterre, cette terre d'élection de la houille. Il fallut bien

que les industriels, les Compagnies de chemins de fer, les Compagnies de navigation essayassent de résoudre le problème qui se présentait à eux avec tant d'acuité. Ils se tournèrent alors vers le pétrole qui est doué d'incomparables avantages : pouvoir calorifique puissant, facilité de manutention (transport par pipe-lines), sous-produits (éther, essence, mazout, matières goudronneuses, vaseline, paraffine).

Quel que soit l'avenir réservé à ce nouveau mode de combustible, le chemin parcouru depuis 1857, époque à laquelle le pétrole s'est classé comme produit industriel, est déjà considérable et il est à prévoir que la première moitié du xx^e siècle sera marquée par un essor magnifique.

Si nous remontons jusqu'au milieu du siècle dernier, nous trouvons que la production mondiale a passé par les phases suivantes (1) :

1857	275 tonnes	1913	51.798.000 tonnes
1860	66.693 —	1914	53.810.000 —
1870	700.818 —	1915	57.405.809 —
1880	3.897.203 —	1916	61.930.000 —
1890	9.817.695 —	1917	68.180.000 —
1900	19.570.163 —	1918	69.276.000 —
1905	28.486.424 —	1919	75.030.000 —

Les coefficients de production de 1918 se répartissaient ainsi :

(1) *L'Economiste français*, n^{os} des 3 juillet et 2 octobre 1915, 5 février 1916, 23 juin 1917, 26 octobre 1918, 6 mars 1920.

Etats-Unis	69 15 %	Japon et Formose	0 47 %
Mexique	12 40	Trinité	0 40
Russie (1)	7 86	Egypte	0 40
Indes holl. orient....	2 58	Argentine	0 26
Roumanie	1 70	Allemagne	0 14
Indes	1 50	Canada	0 06
Perse	1 40	Vénézuéla	0 04
Galicie	1 »	Italie	0 01
Pérou	0 49	Divers	0 14

Les valeurs dirigeantes de ce compartiment sont, sur notre place, la Royal Dutch et la Shell Transport, qui composent ce qu'on est convenu d'appeler le groupe anglo-hollandais et font, en Europe, le contre-poids du puissant trust pétrolifère américain de la Standard Oil. La Royal Dutch fut créée en 1890 et la Shell Transport en 1897, cette dernière pour se livrer primitivement au commerce de l'écaille et de la nacre. Après une période de lutte, les deux affaires conclurent un accord en 1902, devenu plus étroit en 1907.

Parmi les Sociétés productrices, la Mexican Eagle arrive en premier plan et fut la valeur type du marché des pétrolifères. Le groupe russe, lui, restera dans l'expectative, jusqu'en décembre 1919 du moins, attendant la fin de la longue période d'anarchie qui suivit la chute du Gouvernement tsariste.

★
★★

(1) En 1913, la Russie venait au deuxième rang de la production avec 16,34 %.

VALEURS DE CAOUTCHOUC

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Sumatra, cap.	252 »	325 »	410 »	712 »
— div.	100 »	86 »	226 »	374 »
Tapanoëlie, cap.	198* »	80 »	229 »	415 »
— div.	—	27 »	123 »	197 »
Financière des caoutchoucs.	98 »	71 »	85 25	134 50
Malacca ord.	127 »	103 »	124 »	121 50
Padang	80 »*	—	74 »	130 »
Siboga	28 50*	—	26 »	42 »
Pacouda	67 25*	—	53 »	57 50
	100 »	88 75	138 10	223 40
Bergougnan	1.437 »	1.344 »	1.670 »	1.280 »
Hutchinson ord.	630 »*	635 »	595 »	924 »
	100 »	95 75	109 55	106 60

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
Sumatra, cap.	1.160 »	930 »	1.445 »	1.600 »
— div.	660 »	430 »	770 »	906 »
Tapanoëlie, cap.	720 »	539 »	800 »	825 »
— div.	440 »	345 »	495 »	524 »
Financière des caoutchoucs.	253 »	273 »	300 »	380 »
Malacca, ord.	143 »	132 50	240 »	313 »
Padang	300 »	275 »	470 »	585 »
Siboga	67 50	55 »	100 »	102 »
Pacouda	120 50	102 50	140 »	204 »
	395 40	315 35	487 10	556 60
Bergougnan	1.500 »	1.569 »	2.500 »	2.939 »
Hutchinson ord.	1.019 »	1.118 »	(1) 1.040 »	1.190 »
	121 85	103 »	171 25	199 75

(Pour les cours marqués d'un astérisque, lire fin décembre 1912.)

(Toutes ces valeurs sont cotées en coulisse, sauf Bergougnan).

(1) Action dédoublée.

Le caoutchouc a été une des rares matières qui n'ont pas vu leur prix hausser durant la guerre. On en aura la preuve dans cette comparaison : le prix moyen du caoutchouc pendant les trois premières années de guerre fut de 2 sh. 6 la livre de 453 gr. 6 contre 4 sh. 5 pendant les trois années qui ont précédé le conflit. Il tomba à 1 sh. 9 au début de 1919 pour se relever à 2 sh. 7 à la fin de la même année. Pendant le même temps le coût de production se tenait entre 1 sh. 3 et 1 sh. 9 par livre ; si on ajoute qu'on estimait qu'il en coûtait 50 £ par acre (40 ares 47) pour planter et amener à maturité une culture de caoutchouc, on voit que l'optimisme de la Bourse escomptait déjà largement l'avenir au moment où (1918) les Compagnies réduisaient leurs dividendes ou même les supprimaient complètement (1).

En outre, la période des hostilités ne fut pas favorable à ce marché. L'Angleterre et les États-Unis avait inscrit vers la fin d'avril 1918 le caoutchouc sur la liste des produits dont l'importation devait être réduite, comme n'étant pas de première nécessité. L'armistice vint le délivrer des restrictions qui menaçaient de compromettre son avenir, tandis que les personnes les plus qualifiées étaient d'accord pour penser que la production serait très facilement absorbée. C'est qu'en effet la guerre avait trouvé la production du caoutchouc en pleine et rapide progression grâce aux apports sur les marchés des récoltes provenant des plantations de l'Extrême-Orient. Celles-ci, nombreuses

(1) Cet optimisme nous rappelle l'engouement qui s'est emparé du public français pour le même compartiment en 1909-1910. Consulter « L'art de placer et de gérer sa fortune », par P. Leroy-Beaulieu édit. 1920, p. 242, en note.

et investies par les Anglais de si importants capitaux, avaient franchi le stade de la mise en culture pour entrer dans la période de pleine exploitation.

Les chiffres suivants préciseront l'importance prise par le caoutchouc de plantation par rapport au caoutchouc sauvage ou de cueillette (1) :

PRODUCTION MONDIALE DU CAOUTCHOUC BRUT

— en tonnes —

	Plantations d'Extrême- Orient	Amazonie	Autres pays. (Afr. Or. et Occ. - Mexique)	Total
1900	4	26.750	27.136	53.890
1906	510	36.000	29.700	66.210
1910	8.200	40.800	21.500	70.500
1915	107.867	37.220	13.615	158.702
1919	292.000	35.000	7.000	334.000

Mais à côté de cet accroissement de production, la spéculation faisait état de l'augmentation parallèle de la consommation, particulièrement aux Etats-Unis où l'importation de 50.522 tonnes en 1910, monta successivement à 86.034 tonnes en 1915, 166.687 tonnes en 1917, 194.799 tonnes en 1918 et 231.510 tonnes en 1919. Elle escomptait de plus les débouchés des Empires centraux, le développement de l'automobilisme et des industries électriques, la réfection des réseaux télégraphiques, téléphoniques et de toutes les canalisations de lumière détruites dans le Nord de la France et en Belgique. Toutefois, elle ne tenait pas assez compte de la progression de la production qui en fait dépassait les besoins de la consommation (298.000

(1) *L'Economiste français*, nos des 21 février et 2 octobre 1920.

tonnes en 1919) et amenait en septembre 1920 l'Association des producteurs de caoutchouc à faire appel à ses membres pour réduire les saignées.

Il faut remarquer que l'augmentation provenait exclusivement des plantations de Ceylan, de la Malaisie britannique, de Sumatra, de Java, de Bornéo, et que la production du Brésil, le pays classique du caoutchouc, était à peu près stable, aux environs de 35 à 37 millions de tonnes.

PHOSPHATES, NITRATES, PRODUITS CHIMIQUES

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
<i>Phosphates :</i>				
Gafsa act.	936 »	700 »	671 »	800 »
Gafsa parts	831 »	575 »	—	595 »
Omnium d'Algérie..	2.490 » *	2.060 »	1.300 »	2.425 »
(c) Phosphates tunisiens.	405 »	304 »	288 »	375 »
Phosphates du Dyr...	91 »	94 75	72 »	78 »
	100 »	78 55	61 15	89 90
 <i>Nitrates :</i>				
Lautaro	266 »	201 »	219 »	268 »
Lagunas	43 »	39 »	34 »	40 »
Nitrate Ry	359 »	310 »	258 »	339 »
	100 »	82 35	76 50	96 85
 <i>Produits chimiques :</i>				
Kuhlmann, 250 f. nom.	—	—	—	—
Poulenc	595 » *	—	625 »	1.003 »
Electro-chimie (Sté d')	669 »	630 »	625 »	875 »
Prod. chimiques d'Alais				
(Péchiney)	—	1.040 »	995 »	1.678 »
Saint-Gobain	5.945 »	5.760 »	4.600 »	5.650 »
Matières colorantes de				
St-Denis (Et. Poirrier).	570 »	489 »	528 »	1.075 »
Air liquide act.....	305 »	239 »	225 »	432 »
Air liquide parts.....	1.520 »	1.360 »	1.310 »	1.930 »

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Usines du Rhône ord.	2.190 »	1.800 »	2.340 »	5.295 »
Usines du Rhône priv	554 »	430 »	600 »	1.160 »
Norvég. de l'azote (1)	286 »	245 »	345 »	505 »
Dynamite centrale ..	742 »	740 »	715 »	805 »
Salins du Midi jouiss.	1.790 »	1.740 »	1.645 »	1.942 »
Salines de l'Est....	358 »	337 »	337 »	—
Oyonnithé	45 »	—	85 50	204 50
Matières plastiques...	240 »	—	258 »	328 »
(c) Petitcollin (celluloïd)	33 »	—	35 »	61 »
Soie artif. de Givet..	780 »	690 »	—	735 »
Soie artif. Tubize pr.	169 50	125 »	59 »	72 »
	100 »	92 75	89 85	135 15
<i>Valeurs diverses :</i>				
Say, ord.	426 »	—	405 »	423 »
Sucreries brésiliennes	165 25	152 »	165 »	355 »
Sucrer. d'Egypte pr.	56 »	48 »	69 »	90 »
Damoy (Prod. alim.).	450 »	390 »	345 »	385 »
Gds moulins de Cor-				
beil ord.	140 »	142 »	142 »	150 »
Distilleries Cusenier.	600 »	590 »	250 »	270 »
Grand Hôtel	278 »	257 »	—	—
Etab. Leroy, à Livarot				
(bois)	85 »	58 »	50 »	104 »
(c) Raisins de Corinthe..	163 50	140 »	185 »	260 »
Printemps, ord.	399 50	325 »	287 »	346 50
Galleries Lafayette ..	110 »	90 »	97 »	105 »
Paris-France	1.225 »	1.060 »	906 »	1.125 »
Magasins modernes..	225 »	209 »	160 »	200 »
Oriental Carpet (lai-				
nes et tapis)	340 »	150 »	145 »	136 50
(c) Chapal (fourrures)..	868 »	—	700 » off.	915 »

(1) Notons que pendant la guerre la nécessité de veiller à ce que les titres neutres largement traités sur le marché français ne passent pas entre les mains d'acheteurs de pays ennemis fit décider que les actions de la Société norvégienne de l'Azote, achetées à la Bourse, resteraient déposées à la Chambre syndicale des Agents de change, les acheteurs ne recevant que le bordereau d'achat. (*L'art de placer et de gérer sa fortune*, P. Leroy-Beaulieu, édit. 1920, p. 167.)

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Orosdi-Back (bazars).	203 »	200 »	150 »	—
Petit Journal	431 »	385 »	295 »	284 »
Petit Parisien, parts..	490 »	415 »	484 »	505 »
	100 »	88 75	76 50	91 10
Ciments français	1.230 »	1.131 »	1.190 »	1.425 »
Ciments Boulonnais..	425 »	370 »	390 »	370 »
(c) Poliet et Chausson, parts (chaux, cim.).	—	—	—	—
Grands Travaux de Marseille	851 »	798 »	700 »	755 »
Grands Travaux en béton armé	90 »	—	85 »	88 »
	100 »	88 55	91 10	98 40
(c) Gaumont (cinéma) ...	262 »	»	178 »	188 »
Pathé (cinéma)	165 »	110 »	86 »	144 »
(c) Monaco (500 fr.)	5.472 »	3.600 »	2.377 »	2.650 »
	100 »	67 35	44 80	50 55
Tabacs des Philippines	289 »	252 »	427 »	731 »
— ottomans	465 »	305 »	304 »	320 »
— du Portugal ..	575 »	575 »	544 »	597 »
(c) Orient. Tobacco Trad.	248 »	»	175 »	155 »
(c) Bastos (cigarettes) ...	675 »	485 »	500 »	800 »
	100 »	82 85	86 60	115 60

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
<i>Phosphates :</i>				
Gafsa act.	925 »	1.110 »	1.425 »	2.300 »
Gafsa parts	730 »	900 »	1.159 »	2.325 »
Omnium d'Algérie...	4.050 »	5.500 »	8.500 »	9.550 »
(c) Phosphates tunisiens.	385 »	379 »	559 »	850 »
Phosphates du Dyr...	154 »	170 »	295 »	420 »
	131 35	169 55	251 15	324 95

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
<i>Nitrates :</i>				
Lautaro.....	304 »	300 »	400 »	1.060 »
Lagunas	48 75	42 50	48 »	91 »
Nitrate Ry	390 »	325 »	365 »	515 »
	101 20	99 95	121 70	249 40
<i>Produits chimiques :</i>				
Kuhlmann, 250 f. nom	—	—	760 »	1.455 »
Poulenc	1.190 »	— (1)	1.224 »	1.550 »
Electro-chimie (Sté d')	1.228 »	1.390 »	(1) 994 »	980 »
Prod. chimiques d'Alais				
(Péchiney)	1.111 »	875 »	825 »	955 »
Saint-Gobain	7.795 »	7.350 »	8.110 »	14.000 »
Matières colorantes de				
St-Denis (Et. Poirrier)	1.110 »	978 »	950 »	1.350 »
Air liquide act.....	550 »	388 »	386 »	865 »
Air liquide parts.....	3.250 »	2.180 »	2.340 »	7.000 »
Usines du Rhône ord.	4.845 »	3.860 »	5.350 »	5.449 »
Usines du Rhône priv	1.050 »	880 »	1.015 »	1.100 »
Norvég. de l'azote	699 50	585 »	715 »	1.005 »
Dynamite centrale ..	812 »	770 »	875 »	1.160 »
Salins du Midi jouiss.	2.610 »	3.150 »	6.900 »	11.200 »
Salines de l'Est.....	220 »	364 »	649 »	1.180 »
Oyonnithe	261 50	184 »	192 »	251 »
Matières plastiques...	375 »	315 »	350 »	368 »
(c) Petitcollin (celluloïd)	85 »	210 »	193 »	312 »
Soie artif. de Givet..	745 »	824 »	1.355 »	1.770 »
Soie artif. Tubize pr.	72 »	134 50	840 »	1.110 »
	157 05	143 70	186 55	289 40
<i>Valeurs diverses :</i>				
Say, ord.	455 »	475 »	910 »	1.330 »
Sucreries brésiliennes	905 »	400 »	487 »	930 »
Sucr. d'Egypte pr.	118 »	119 50	125 »	160 »
Damoy (Prod. alim.)	482 »	486 »	565 »	670 »
Gds moulins de Cor-				
beil ord.	260 »	325 »	410 »	390 »
Distilleries Cusenier.	400 »	628 »	759 »	880 »
Grand Hôtel	221 »	277 »	390 »	386 »
Etab. Leroy, à Livarot				
(bois)	145 75	185 »	310 »	307 »

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
(c) Raisins de Corinthe...	274 »	290 »	445 »	510 »
Printemps ord.	380 »	495 »	540 »	740 »
Galeries Lafayette ..	136 »	162 »	176 »	220 »
Paris-France	1.260 »	1.295 »	2.025 »	3.498 »
Magasins. modernes..	212 »	289 »	406 »	675 »
Oriental Carpet (laines et tapis).....	175 »	250 »	371 »	493 »
(c) Chapal (fourrures)....	1.650 »	1.750 »	2.805 »	3.780 »
Orosdi-Back (bazars).	133 »	285 »	296 »	410 »
Petit Journal	235 »	300 »	off. 334 »	300 »
Petit Parisien, parts..	485 »	563 »	674 »	510 »
	119 10	128 85	180 75	243 25
Ciments français	1.975 »	2.005 »	2.730 »	3.050 »
Ciments Boulonnais..	575 »	650 »	1.200 »	1.335 »
(c) Poliet et Chausson, parts (chaux, cim.).	—	—	3.750 »	5.950 »
Grands Travaux de Marseille	1.081 »	1.135 »	1.485 »	1.800 »
Grands Travaux en béton armé	192 »	217 »	240 »	238 »
	132 10	154 35	217 85	247 40
(c) Gaumont (cinéma) ...	(P) 210 »	245 »	249 »	258 »
Pathé (cinéma)	186 »	162 50	171 »	275 »
(c) Monaco (500 frs)	2.425 »	3.305 »	4.200 »	4.720 »
	47 85	62 95	78 30	89 05
Tabacs des Philippines	987 50	1.025 »	2.000 »	3.050 »
— ottomans	411 »	455 »	557 »	698 »
— du Portugal ..	700 »	730 »	855 »	720 »
(c) Orient. Tobacco Trad.	180 »	260 »	425 »	790 »
(c) Bastos (cigarettes) ...	725 dem.	925 »	1.108 »	1.605 »
	133 35	150 75	219 60	304 75

(Pour les cours marqués d'un astérisque lire fin décembre 1912).

Valeurs de phosphates, de nitrates, de produits chimiques, de sucre, d'alimentation, d'hôtels, de grands maga-

sins, de journaux, de ciments, de grands travaux, de tabacs, enregistrèrent des hausses parfois considérables. Pour quelques-unes, comme les Sucreries d'Égypte, les Raisins de Corinthe, les Tabacs des Philippines, intervinrent des considérations de change. Beaucoup d'entre elles, comme celles représentant notre industrie chimique, furent des « valeurs de guerre » et restèrent des « valeurs d'après-guerre ».

Il n'est pas non plus douteux que les Grands Magasins ne manquèrent point de clients pendant la guerre ni au lendemain de la guerre. Enfin, d'aucuns diront que le jeu comme le luxe est un besoin ; mais, mélancoliquement nous n'en tiendrons pas moins pour exacte quant au fond, si ce n'est quant à la valeur choisie, l'appréciation exprimée le 7 octobre 1916 par le chroniqueur financier de la « Frankfurter Zeitung » sur la part Monaco : « La hausse de la part Monaco nous indique que l'on prévoit pour le moment de la paix un vif mouvement vers les divertissements, ce qui est singulier lorsqu'on se bat à moins de cent kilomètres de Paris ».



VALEURS COLONIALES

	1913	Fin décembre		
	—	1914	1915	1916
Crédit foncier colonial (sucres et rhums)	99 »	87 50	111 »	284 »
Union commerciale indo-chinoise, act.	293 »	260 »	»	365 »
Union commerciale indo-chinoise, parts	16 50	»	»	»
Ciments Indo-Chine, act....	973 »	»	»	1.019 »
— — parts..	165 »	»	»	170 »

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
Distilleries de l'Indo-Chine	1.208 »	1.280 »	850 »	975 »
Haut-Ogoué, act.	(1) 667 60	»	»	»
— parts	(1) 247 50	»	»	»
Eaux et Electric. Indo-Chine	900 »	863 »	795 »	910 »
(c) Extrême-Orient	375 »	280 »	295 »	370 »
Messenger. fluv. Cochinchine	(2) 287 25	298 »	»	»
Tramways de l'Indo-Chine..	700 »	»	»	»
Afrique occidentale	1.450 »	1.350 »	»	1.420 »
Forestière Sangha-Oubanghi	65 »	48 »	48 25	67 »
(c) Pointe-à-Pitre, act.	186 »	248 »	295 dem.	594 »
(c) — parts ...	26 »	»	85 »	178 »
Charbonnages du Tonkin ..		278		

100 »

»

»

»

Fin décembre

	1917	1918	1919	15 avril 1920
Crédit foncier colonial (su- cres et rhums)	697 »	756 »	2.680 »	4.500 »
Union commerc ^{le} indo-chi- noise, act.	585 »	598 »	912 »	1.486 »
Union commerc ^{le} indo-chi- noise, parts	101 »	92 »	126 »	140 »
Ciments Indo-Chine, act....	1.450 »	2.170 »	4.500 »	6.550 »
— — parts..	333 »	735 »	1.680 »	2.200 »
Distilleries de l'Indo-Chine	1.298 »	1.770 »	4.001 »	3.110 »
Haut-Ogoué, act.	»	»	805 »	1.495 »
— parts	»	»	1.155 »	2.550 »
Eaux et Electric. Indo-Chine	1.605 »	1.002 »	1.110 »	1.180 »
(c) Extrême-Orient	631 »	750 »	2.050 »	4.000 »
Messenger. fluv. Cochinchine	364 »	338 »	325 »	370 »
Tramways de l'Indo-Chine..	»	»	1.560 »	1.650 »
Afrique occidentale	2.350 »	»	3.652 »	5.495 »
Forestière Sangha-Oubanghi	105 »	120 »	205 »	355 »
(c) Pointe-à-Pitre, act.	631 »	750 dem.	1.745 »	2.850 »
(c) — parts ...	264 »	290 »	1.040 »	1.780 »
Charbonnages du Tonkin ..		278		
	»	»	359 70	518 55

(1) Cours moyen de 1913.

(2) Cours moyen de 1912.

C'est surtout à la fin des hostilités, après la cessation de la guerre-sous-marine, que ce groupe prit une place de plus en plus importante sur notre marché. Celui-ci envisageait quel rôle de premier plan dans la reconstitution économique de la métropole épuisée par la guerre, nos colonies devaient jouer par la mise en valeur de leurs immenses ressources agricoles, forestières et minières.

A signaler sur le Crédit foncier colonial une des hausses les plus sensationnelles que la Bourse ait enregistrées. Cette Société, mise deux fois en liquidation judiciaire en 1892 et en 1906, avait mené jusqu'à la guerre une existence assez précaire. Son activité répond assez peu à sa raison sociale. Le commerce des sucres et des rhums auquel elle s'est adonnée pendant les hostilités et après elles lui fut éminemment profitable. L'action fit au plus haut, pendant le 1^{er} trimestre 1920, 6.750 fr. — pour un dividende de 115 fr. — (nominal de l'action 300 fr.).

★ ★

VALEURS RUSSES

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
<i>Charbonnages :</i>				
Sosnowice	1.490 »	990 »	895 »	880 »
Dombrowa, parts	1.659 »	1.425 »	1.290 »	1.000 »
(c) Czeladz	2.244 »	2.300 »	1.395 »	1.780 »
Sels gemmes, houilles de la Russie méridionale, ord...	315 »	240 »	257 »	297 »
(c) Ekaterinowka	770 »	634 »	550 »	664 »
Houill. Berestov-Krinka, pr.	245 »	265 »	240 »	350 »
(c) Mines, houillères et fer de la Russie méridionale	115 »	»	53 »	67 25
(c) Ekaterine	775 »	»	651 »	800 »
	100 »	88 60	70 05	76 70

	Fin décembre			
	1913	1914	1915	1916
<i>Mines diverses :</i>				
(c) Platine	643 »	475 »	395 »	535 »
(c) Caucase (cuivre)	408 »	350 »	315 »	353 »
(c) Spassky (cuivre, Sibérie)	70 »	59 50	53 »	53 50
Krivoï Rog (fer)	1.300 »	905 »	755 »	1.011 »
(c) Doubovaïa Balka (fer) ..	295 »	240 »	157 »	176 »
(c) Lena Goldfields (or)	46 »	35 »	40 »	»
	100 »	74 75	62 10	78 50
<i>Métallurgie :</i>				
Briansk, ord.	467 »	288 »	272 »	434 »
(c) Dniéprovienne	3.010 »	2.525 »	2.150 »	3.050 »
(c) Taganrog	602 »	395 »	285 »	418 »
(c) Maltzoff	698 »	471 »	459 »	481 »
(c) Hartmann	564 »	425 »	368 »	»
(c) Toulva (laminiers de cui- vre et cartoucheries) ...	912 »	914 »	1.036 »	1.365 »
(c) Usines franco-russes	728 »	550 »	502 »	681 »
Makewka; priv.	225 »	104 »	105 »	180 »
— ord.	45 »	14 »	27 50	60 »
Huta-Bankowa	1.976 »	1.800 »	1.650 »	1.448 »
(c) Tubes de Sosnowice	696 »	479 »	347 »	348 »
(c) Russo-belge	1.915 »	1.150 »	1.015 »	1.770 »
(c) Kama, parts	1.342 »	1.020 »	912 »	1.140 »
(c) Provid. russe, pr., série A	375 »	339 »	232 »	360 »
(c) Aciéries du Donetz	1.085 »	901 »	870 »	1.220 »
Oural-Volga	260 »	180 »	171 »	258 »
	100 »	77 55	69 80	91 15
<i>Valeurs diverses :</i>				
Prowodnik (Manuf. caoutch.)	537 »	421 »	295 »	438 »
Cotonnière russo-franç., act.	642 »	635 »	499 »	»
(c) Sud-Russe (soude)	1.591 »	825 »	750 »	815 »
Produits chim., expl. (fran- co-russe), ord.	111 50	93 75	155 »	160 »
Produits chim., expl. (fran- co-russe), prior.	126 »	130 »	168 »	170 »
	100 »	70 »	62 10	68 60

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
<i>Charbonnages :</i>				
Sosnowice	785	930	1.075	1.310
Dombrowa, parts	920	999	1.125	1.415
(c) Czeladz	1.258	1.520	1.900	2.150
Sels gemmes, houilles de la				
Russie méridionale, ord...	180	201	220	290
(c) Ekaterinowka	430	500	490	470
Houill. Berestov-Krinka, pr.	298 50	264	295	315
(c) Mines, houillères et fer				
de la Russie méridionale	51	60	80	104
(c) Ekaterine	»	640	2.040	2.255
	60 72	67 20	93 75	109 15
<i>Mines diverses :</i>				
(c) Platine	395	431	653	1.010
(c) Caucase (cuivre)	210	239	279	333
(c) Spassky (cuivre, Sibérie)	37	48 75	49	66
Krivoï Rog (fer)	690	955	940	1.400
(c) Doubowaïa Balka (fer) ...	195	152	260	211
(c) Lena Goldfields (or)	»	»	50	70
	57 10	67 55	78 60	111 85
<i>Métallurgie :</i>				
Briansk, ord.	256	265	256	297
(c) Dniéprovienne	1.460	1.845	2.130	2.075
(c) Taganrog	192	251	300	359
(c) Maltzoff	364	410	500	620
(c) Hartmann	380	382	375	465
(c) Toulal (laminoirs de cui-				
vre et cartoucheries) ..	633	»	670	708
(c) Usines franco-russes	493	311	300	382
Makewka, priv.	118	125	151	174
— ord.	43 25	58	53 50	90
Huta-Bankowa	1.100	1.100	1.774	2.000
(c) Tubes de Sosnowice	308	360	479	440
(c) Russo-belge	1.125	1.110	1.312	1.450
(c) Kapa, parts	»	700	515	740
(c) Provid. russe, pr., série A	288	255	265	350
(c) Acieries du Donetz	1.125	910	750	880
Oural-Volga	229	165	149	165
	60 50	59 60	66 90	75 35

	Fin décembre			
	1917	1918	1919	15 avril 1920
<i>Valeurs diverses :</i>				
Prowodnik (Manuf. caoutch.)	188 »	215 »	195 »	285 »
Cotonnière russo-franç., act.	»	701 »	400 »	720 »
(c) Sud-Russe (soude)	608 »	590 »	600 »	850 »
Produits chim., expl. (fran- co-russe), ord.	105 »	»	75 »	105 »
Produits chim., expl. (fran- co-russe), prior.	110 »	108 »	89 50	103 »
	50.25	57.15	45.20	68.60

Sauf les valeurs de pétrole dont il a été parlé précédemment, nous avons réuni en un seul tableau les valeurs industrielles et minières russes, afin que l'on ait une vue d'ensemble de leurs mouvements. Celles-ci évoluèrent normalement dans l'ambiance des événements jusqu'à la révolution de 1917. Malgré l'état d'anarchie de la Russie leurs cours restèrent encore fort élevés et certains de la fin de l'année 1919 dépassent ceux de 1913.

Le contraste entre les fonds russes (p. 248) et les valeurs industrielles russes n'en est pas moins explicable. La Bourse calculait que même délivré des Soviets, le Gouvernement russe aurait à faire face à d'énormes difficultés financières qui seraient plus ou moins rapidement résolues, mais que de toute façon l'équilibre des budgets et le service normal de la dette seraient choses difficiles à obtenir. Au contraire, les valeurs industrielles représentent un actif tangible et pour les gisements une richesse qu'il n'est pas possible de détruire. Il était donc certain que le jour où le calme reviendrait en Russie, les industries reprendraient facilement leur essor. Elles auraient sans doute des difficultés matérielles à vaincre et

des questions épineuses touchant aux indemnités dues pour les fournitures de guerre ou les dommages causés par la guerre civile à résoudre, mais le travail reprenant, l'exportation s'ensuivrait. Il n'était point jusqu'à la dépréciation du change russe qui ne pouvait avantager les Sociétés exportatrices.

★ ★

Que peut-on conclure de l'examen de ces tableaux d'ensemble ? (1).

Les porteurs de fonds d'Etats ont connu pendant plus d'un quart de siècle une quiétude presque parfaite. S'il y eut quelques pays neufs à finances avariées, on peut dire qu'en France notamment le souvenir de la consolidation

(1) Lire l'*Information* des 9 et 15 novembre 1919 et 16 janvier 1920. « Principes de placement d'après-guerre », par Albert Despaux.

Pour les sociétés industrielles et commerciales, nous répétons qu'il y a lieu de tenir compte pour l'appréciation des cours de leurs titres des opérations de trésorerie auxquelles elles se sont livrées. D'une manière générale, nous pouvons dire que toutes les modifications de capital ont été faites à des conditions très avantageuses pour les anciens actionnaires. Néanmoins, l'arrivée d'un plus ou moins grand nombre de titres nouveaux amène généralement sur le marché un déplacement momentané des cours. C'est une simple application de la loi de l'offre et de la demande.

De plus, bien qu'il s'agisse essentiellement de cas d'espèces, il était évident que certaines des opérations hardies auxquelles procédèrent quelques conseils d'administration ne furent pas toutes dictées par de prudentes prévisions économiques. Il fallait les rémunérer, ces nouveaux capitaux incorporés dans le passif social, alors que pointaient les signes précurseurs de la crise mondiale industrielle, commerciale et financière commencée au printemps 1920 aux Etats-Unis et au Japon. (*L'Illustration économique et financière*, n° du 30 octobre 1920, page 1.045, « La Crise mondiale ».) Lourde charge en perspective dont la Bourse tint compte, mais un peu plus tard.

d'un tiers seulement de la dette française et de la mésaventure des assignats s'était peu à peu estompé.

Mais le crédit de la vieille Europe a été bouleversé par la guerre. Tous ses membres, même les non-belligérants, ont des dettes plus ou moins énormes, les autres ont en outre des budgets déficitaires, une balance commerciale et un change défavorables, une circulation exclusivement fiduciaire basée sur le cours forcé ; leur situation est souvent pire que celle des pays catalogués avant la guerre sous l'étiquette « à finances avariées », alors que beaucoup de pays neufs présentent une situation brillante, jouissent d'un calme relatif, bénéficient d'une main-d'œuvre bon marché et d'impôts réduits.

« Les vieux Etats qui, pendant des générations, avaient été fidèles aux formules juridiques inspirées du droit romain, changent de conceptions et de législations. L'étatisation et la nationalisation économiques prévalent de plus en plus aux dépens de l'individualisme, l'autorité est préférée à la liberté, la concentration à la diversité des entreprises. Les expropriations d'affaires privées deviennent de plus en plus fréquentes, ou du moins leur fusion en organismes plus ou moins contrôlés par l'Etat. Les Etats-Unis et la Grande-Bretagne, qui ont nationalisé leurs chemins de fer pendant la guerre, se demandent si elles doivent revenir au régime antérieur. La Grande-Bretagne étudie la nationalisation de ses charbonnages. La France projette d'avoir une flotte d'Etat. Nos compagnies de chemins de fer et de tramways demandent elles-mêmes leur rachat afin de se dégager de l'obligation d'exploiter à des conditions peu avantageuses.

« Des statuts nouveaux sont élaborés afin d'assurer l'association du capital et du travail dans la gestion et le profit des entreprises. Producteurs et consommateurs, patrons et ouvriers, se fédèrent et s'organisent. Un monde nouveau se crée. » (A. Despaux).

Si le service des fonds publics est soumis à l'influence de facteurs nouveaux, tels que les fluctuations des changes et les vicissitudes politiques et sociales, les affaires industrielles et commerciales ont, elles aussi, à compter avec une aggravation énorme des prix de revient et une fiscalité écrasante. Par contre, la guerre, a eu pour conséquence une élévation considérable et générale des prix dont elles profitent encore. Si les entreprises concessionnaires, d'autrefois semblent aujourd'hui appelées à végéter, des entreprises modestes d'avant-guerre, libres dans leurs moyens d'action, jouissent d'une large prospérité. Les conditions d'existence des unes et des autres pourront d'ailleurs se trouver brusquement modifiées. Des nuages bien noirs planent encore sur l'Europe mal assise.

Cinq années ont été suffisantes pour amener un déclassement et annuler tous les calculs anciens basés sur la conservation indéfinie de l'état des choses. Au point de vue pratique, nos tableaux précédents démontrent que le rythme de l'évolution économique multiplie et les risques de perte et les chances de gain et que celui qui pense à l'avenir de sa famille doit considérer son capital non comme un moyen de vivre avec des revenus, mais comme un instrument de travail que l'on doit adapter aux circonstances pour le préserver de l'incidence fâcheuse des bouleversements politiques.

Quelles que soient les formes de Gouvernement et les vicissitudes de la politique, il est des lois économiques qui, lorsqu'elles sont méconnues ou dédaignées ne tardent pas à attester leur puissance par d'éclatantes revanches. L'erreur fondamentale des Gouvernements de la guerre a été — en France notamment — de multiplier par des procédés arbitraires les moyens d'achat, d'avoir

recours à des mesures étatiques pour tenter de commander à la production et aux échanges; de chasser la bonne monnaie et de propager une lamentable illusion de richesse en maintenant une circulation fiduciaire abusive.

Si l'on tient pour exacte cette définition de l'économie politique que la monnaie ou son succédané, le papier-monnaie, n'est qu'un instrument d'échange, on s'explique qu'à côté d'autres facteurs très importants d'ailleurs (insuffisance de la production, des moyens de transport, hausse des frets, exagération de la consommation, gâchage, rarefaction de la main-d'œuvre, augmentation des impôts, crédits onéreux, etc...), celui de l'inflation fiduciaire fut considéré comme le principal agent d'une hausse générale des prix (1) qui s'est manifestée jusque dans la cote des valeurs mobilières. C'est un truisme à l'heure actuelle que de le rappeler.

(1) Ce phénomène, auquel aucune partie du monde n'a échappé et qui a entraîné après l'armistice les doléances, comminatoires de l'opinion publique et surtout des groupements syndicalistes ouvriers, a ému les Gouvernements et notamment le Gouvernement français. On trouve l'expression de sa préoccupation dans les décrets des 30 juin et 13 août 1919 sur l'affichage des prix, dans celui du 31 juillet 1919 créant des commissions locales pour établir des prix de vente normaux ayant pour but d'exercer une contrainte morale sur les vendeurs, et dans celui du 19 février 1920 instituant une commission interministérielle chargée de suivre les variations des cours, de constater leur répercussion sur les éléments essentiels du coût de la vie, de rechercher les causes de ces variations et de proposer les mesures que ses constatations lui paraîtraient appeler.

Mais les causes de la « vie chère » étaient trop complexes et trop profondes pour céder à des remèdes empiriques. La dure loi économique poursuivit ses effets : l'année 1920 enregistra une très forte hausse des prix, au moins dans le détail et plus particulièrement dans les objets d'alimentation, cependant que dans les grands centres la crise de l'habitation, dont le régime économique avait été également violé, commençait à faire sentir ses effets redoutables.

Et cependant les prix n'augmentèrent pas dans la même proportion. En France, à la fin de 1919, le niveau moyen des cours par rapport à celui de juillet 1914 pris comme base et compté pour 100 s'établissait à environ 400, alors que le chiffre de la circulation fiduciaire avait plus que sextuplé, sans compter 50 milliards de Bons de la Défense nationale en circulation que d'aucuns utilisaient ou recevaient comme moyen d'échange.

Comment se faisait-il que, d'une part, la production ayant diminué et, d'autre part, la monnaie ayant plus que sextuplé, les prix n'eussent que quadruplé. M. Maurice Kellersohn (*L'Information* du 31 octobre 1919) explique par les raisons suivantes pourquoi le sextuplement ou même le septuplement des valeurs d'échange ne se produisait pas :

1° Une importante fraction de la monnaie émise n'était pas employée. Certains thésaurisaient. Tant que cette fraction demeurerait inerte, elle était pour la fixation des prix comme inexistante ;

2° La monnaie circulant moins, par suite de la crise du crédit, le paiement au comptant s'étant généralisé, il en fallait davantage pour effectuer le même travail, et il en fallait également davantage pour agir sur les prix. Son action se trouvait réduite sur ceux-ci ;

3° Extraordinaire déplacement et inégale répartition des fortunes. Pour que les prix eussent sextuplé ou septuplé il aurait fallu non seulement que toute la monnaie eût été employée à acheter, mais encore qu'elle fût répartie entre les divers groupes de consommateurs sur la base de six ou sept fois leurs revenus d'avant-guerre.

Toutefois, M. Kellersohn signalait déjà dans le champ clos de l'offre et de la demande une lutte opiniâtre entre

SITUATION, EN MILLIONS DE FRANCS, DES PRINCIPALES
BANQUES D'EMISSION (1)

	En caisse	Esemplo	Avances aux particuliers	Avances à l'Etat	Circulation	Comptes courants et dépôts	Compte courant du Trésor public
<i>Banque de France :</i>							
Fin juin 1914	4.615	1.612	743	»	5.852	1.017	294
— 1916	5.114	1.916	1.206	9.040	15.806	2.273	38
— 1918	5.683	2.434	1.950	21.885	28.550	4.019	37
— 1919	5.855	1.661	1.279	26.890	34.442	3.362	49
5 février 1920	5.835	2.722	1.530	29.575	38.042	3.160	42
<i>Banque d'Allemagne et Caisses de prêts :</i>							
Fin juin 1914	2.041	1.516	90	»	3.003	1.073	
— 1916	3.124	8.263	2.555	»	10.697	2.963	
— 1918	3.084	20.838	11.844	»	25.116	11.477	
— 1919	1.420	41.616	26.489	»	52.494	17.162	
31 décembre 1919 ..	1.387	52.155	30.900	»	61.650	21.339	
<i>Banque d'Angleterre et Currency Notes (Bons du Trésor) :</i>							
Fin juin 1914	998	1.000	»	275	718	1.123	452
— 1916	2.248	2.183	3	3.259	3.949	2.659	1.232
— 1918	2.344	2.520	1	7.035	7.675	3.221	894
— 1919	2.908	2.020	9	9.854	10.515	3.444	501
29 janvier 1920	3.111	2.009	11	9.540	10.445	3.379	503
<i>Banque d'Autriche-Hongrie :</i>							
Fin juin 1914	1.627	899	204	»	2.441		285
Fin décembre 1917	338	2.963	3.600	14.446	19.362		2.956
— 1918	334	3.027	8.766	40.412	45.157		7.345
Fin juin 1919	335	2.964	9.220	42.032	47.554		6.799
31 décembre 1919 ..	295	10.665	9.500	45.300	58.280		8.300
<i>Banque nationale de Belgique :</i>							
Fin juin 1914	336	656	47	»	960	72	24
Fin décembre 1917	375	411	42	346	1.263		169
— 1918	290	311	657	927	3.210		584
Fin juin 1919	293	403	662	5.658	4.695	1.222	1.091
29 janvier 1920	294	467	622	5.800	4.903	2.138	167
<i>Banque d'Espagne :</i>							
Fin juin 1914	1.263	428	354	344	1.892	485	168
— 1916	1.799	423	259	344	2.152	772	58
— 1918	2.805	560	396	344	2.911	1.108	46
— 1919	2.928	1.103	631	344	3.517	983	451
24 janvier 1920 ...	3.087	1.104	624	344	3.868	1.095	79
<i>Banque de réserve fédérale (E.-U.) :</i>							
Fin décembre 1914	1.280	55		1	80	1.180	»
Fin juin 1916	2.021	461		400	877	2.185	505
— 1918	4.842	5.430		1.295	8.611	8.395	425
— 1919	4.871	10.613		1.160	13.380	9.145	370
9 janvier 1920	4.529	13.272		1.647	15.867	9.733	139

(1) Extrait de la Situation économique et financière, n° du 7 fév. 1920.

tous les détenteurs de marchandises et de services ; le « dégel » de l'argent, l'épargnant étant découragé par la persistance de la hausse ; l'atténuation de la crise du crédit ; le nivellement et la réadaptation de tous les revenus à la vie chère.

Les prix s'harmonisaient jusqu'à ce que fût atteint l'équilibre mathématique entre la monnaie en cours et la production à vendre (1).

(1) Voici (d'après le *Bulletin de la statistique générale de la France*) quelques prix de gros pratiqués en 1914 et en septembre 1920, qui montrent le rétablissement progressif de cet équilibre.

PARIS (VILLETTE)

	1914	1920	
	Année entière	Septembre	Rapport
<i>Viande :</i>			
Bœuf, 1 ^{re} qualité (le kilo, net)	1 84	9 »	5 »
Veau, 1 ^{re} qualité (le kilo, net)	1 90	11 80	6 »
Mouton, 1 ^{re} qu. (le kilo, net)	2 70	13 10	5 »
Porc, 1 ^{re} qualité (le kilo, net)	1 96	11 86	6 »

PARIS (HALLES CENTRALES)

Beurre, toutes prov. (le kilo)	3 17	15 73	5 »
Fromages, pâte molle (le kilo)	1 41	5 87	4 »
— (pâte sèche) (le kilo)	2 40	8 53	4 »
Œufs (le cent)	11 02	63 69	5 75
Pommes de terre (les 100 kil.)	16 »	43 »	3 »

LYON

Riz Indo-Chine (les 100 kilos)	23 à 34	202 50	7 »
Sucre raffiné (les 100 kilos)	71 à 76	545 »	7 5
Huile d'olive fine (l'hectolitre)	190 à 210	1.225 »	6 »
Huile d'arachide fine (l'hectol.)	85 à 95	635 »	7 »
Savon bl. Marseille, (100 kil.)	65	417 50	6 5

LE HAVRE

Café Santos (les 50 kilos)....	56 50	170 »	3 »
Coton (les 50 kilos).....	78 50	531 »	7 »
Laine en suint (les 100 kilos)	222 50	1.200 »	5 5
Cuir (les 50 kilos).....	70 »	400 »	5 »



A un autre point de vue, les mêmes erreurs politiques et économiques de la Révolution ont abouti aux mêmes désordres. Une crise morale, plus grave peut-être que la crise matérielle, est provoquée lorsqu'une circulation de papier, n'ayant ni cause commerciale, ni amortissement régulier automatiquement opéré, s'établit. La surabondance factice des instruments d'achat jette le trouble non seulement dans la vie normale, mais aussi dans les consciences (1).

PARIS

Pétrole raffiné (l'hectolitre).	26 50	154 25	6 »
Essence rectifiée (l'hectolitre).	44 50	194 25	4 25
Charbon 1 ^{er} venant (la tonne)	56 »	270 »	5 »
Charbon, anthracite, gailletins	75 »	320 »	4 25
Charbon, boulets, briquettes.	60 »	270 »	1 5

Il s'agit là d'objets propres à l'alimentation ou aux usages domestiques ; mais il est à peine besoin de souligner l'importance que la comparaison des prix des matières premières employées dans les industries présenterait pour une étude détaillée (charges et bénéfices) de la vie des entreprises intéressées.

(1) Sur le désordre moral, lire un article de M. Paul Delombre, « La leçon des faits », dans le *Temps* du 23 janvier 1920. On y trouve des citations d'un ouvrage posthume du conventionnel Saint-Just : « Fragments sur les institutions républicaines », et notamment celle-ci :

« Quoi ! Lorsque la patrie soutient une guerre terrible, lorsque douze cent mille citoyens versent leur sang, le Trésor public, par une masse énorme de monnaies nouvelles, nourrirait des dérèglements et des passions, sans que personne retranchât de son avarice et de sa cruauté ! »

« La liberté de ce discours attestera un jour la probité de ceux devant lesquels on peut s'exprimer ainsi. Mais on a trop longtemps fermé les yeux sur le désordre des finances qui entraîne celui des mœurs. »

Si, aux paroles presque historiques de MM. Boret, ministre du ravitaillement, et Merrheim, secrétaire de la Fédération des métallurgistes (la première prononcée à une séance de la Chambre des députés, en juillet 1919 ; la seconde au congrès de la Confédération générale du travail, tenu à Lyon en septembre de la même année), par lesquelles le premier évoquait « la vague de paresse » qui déferlait sur le monde,

LA QUESTION DES FONDS RUSSES

Par le moyen des « Avances aux Gouvernements alliés ou amis », votées régulièrement par les Chambres, le Gouvernement français assura entre autres, pendant la guerre, une partie du service de la dette des nations qui combattaient à ses côtés : Russie, Serbie, Roumanie.

Le service de la dette russe principalement se chiffrait d'une manière imposante, puisque d'après M. Marsal, ministre des Finances, on pouvait évaluer notre créance sur la Russie à 12 ou 12 milliards 1/2 en fonds d'Etat ou garantis par l'Etat russe (1). Or, deux événements d'une importance considérable marquèrent l'Histoire de la Russie pendant l'année 1917 : l'abdication du Tsar le 15 mars, l'armistice sur le front russe le 15 décembre. Le Gouvernement de Berlin eut tôt fait de prendre une résolution en présence de l'étrange situation que prétendait définir Trotsky avec sa formule « ni guerre, ni paix ». L'armistice fut dénoncé par M. de Kühlmann et Lénine et

et le second déplorait la perte de l'idéal au sein de la classe ouvrière, nous ajoutons — et les réserves avouées ou occultes des grandes sociétés en font foi — qu'il y a eu dans toutes les corporations, avec une continuité indéniable, un esprit de lucre et de rapacité difficile à surpasser. nous aurons une idée peu flatteuse, mais exacte, au milieu de tant d'héroïsme, d'une mentalité qui, heureusement, n'était pas particulière à la France.

Par contre, en ce qui concerne notre pays, lire le préambule du rapport de 1920 sur les prix de vertu, communiqué à l'Académie Française par M. R. Poincaré. (Le Temps, n° du 26 novembre 1920.) Quant à nous, nous estimons qu'à elle seule, une allusion de l'éminent homme d'Etat suffit à prouver l'existence et la profondeur d'un mal dont la crise actuelle est l'antidote puissant.

(1) Séance du Sénat, 10 février 1920. Voir le Temps du 12.

Trotsky s'empressèrent d'accepter les conditions draconiennes de l'Allemagne. Le 18 février 1918 se consommait la trahison de Brest-Litovsk.

Cette trahison qui ne devait modifier, si ce n'est retarder, le dénouement de la guerre avait été précédée de la répudiation des emprunts contractés par la Russie à l'étranger. Déjà, le 10 décembre 1917, le Gouvernement français crut devoir communiquer à la presse la note suivante :

« Ainsi qu'on le sait, « les commissaires du peuple » maximalistes à Pétrograd, ont publié, sans entente préalable, une série d'arrangements conclus par le Gouvernement russe avec les puissances étrangères et que les gouvernements signataires n'avaient pas cru jusqu'ici devoir rendre publics. Ils ont déclaré qu'ils entendaient se considérer comme dégagés des obligations contractées par la Russie aux termes de ces accords.

« D'après certaines informations reçues hier par les journaux anglais, « les commissaires du peuple » songeraient également à répudier les emprunts contractés par la Russie à l'étranger.

« Le Gouvernement français considère que les engagements financiers pris antérieurement, au nom de la Russie, sont indépendants des changements de régime qui sont survenus ou qui pourront survenir dans ce pays, et que, par suite, ils s'imposent et s'imposeront à tous ceux qui représenteront la Russie.

« D'ores et déjà, nous pouvons annoncer que les coupons russes à l'échéance de janvier 1918 seront payés comme précédemment ».

Les informations publiées par les journaux anglais n'étaient que trop fondées puisque le Conseil des commissaires de la Russie approuva le 14 janvier 1918 le projet de décret annulant à partir du 14 décembre précédent tous

les emprunts intérieurs — sauf quelques exceptions pour les petits rentiers russes — et tous les engagements extérieurs de la Russie, sans aucune exception. De même, furent annulées les garanties données par les anciens gouvernements aux entreprises et institutions.

Le 15 février suivant, le corps diplomatique, allié et neutre, à Pétrograd, arrêta d'un commun accord la note suivante qui fut remise par M. Francis, ambassadeur des Etats-Unis :

« Afin d'éviter un malentendu à l'avenir, les représentants à Pétrograd de toutes les puissances étrangères déclarent qu'ils considèrent les décrets au sujet de la répudiation des emprunts de l'Etat russe, de la confiscation des propriétés de toutes sortes et d'autres moyens analogues comme sans valeur en ce qui concerne leurs nationaux. et lesdits représentants se réservent le droit de réclamer à l'heure voulue au Gouvernement russe les dommages et intérêts pour toutes les pertes que ces décrets pourront apporter à leurs nationaux ».

Le Gouvernement français et celui de la Grande-Bretagne publièrent encore le 29 mars 1918 une note déclarant que « les obligations de la Russie subsistent ; elles s'imposent et s'imposeront au nouvel Etat ou à l'ensemble des nouveaux Etats qui représentent ou représenteront la Russie ».

En droit, la pérennité des engagements de la Russie était essentiellement fondée sur les principes du droit public, d'après lesquels les traités — il s'agissait là des avances des Etats français et anglais qui avaient été consenties en vertu de contrats réguliers et dont une partie servait précisément au paiement des coupons des emprunts russes — ne perdent pas leur puissance en raison du changement de régime politique des Etats. Cette déclai-

ration proclamait un droit, contenait implicitement un avis et montrait sur ce point l'union complète des alliés.

Quoiqu'il en soit, le service de la dette russe fut assuré pendant toute la durée du premier semestre de 1918. En Angleterre, une note du Chancelier de l'Echiquier parue le 28 mars informa les porteurs de titres de la dette de l'Etat russe et de titres garantis par cet Etat que les coupons ne leur seraient plus payés à partir du 1^{er} avril 1918.

En France, les graves événements militaires détournèrent un moment l'attention des Chambres de la question du paiement des coupons russes. Ce fut la loi du 19 septembre 1918, art. 3, qui trancha provisoirement cette question (v. p. 235) en décidant que seraient admis en libération des souscriptions à l'emprunt 4 % à concurrence de la moitié au maximum du montant total de chaque souscription, les arrérages des emprunts émis ou garantis par l'Etat russe échus ou à échoir pendant l'année 1918 et afférents à des titres se négociant à Paris et possédés en France par des Français (1) ».

M. Klotz dans l'exposé des motifs de son projet, justifia cette mesure en ces termes :

« Il s'agit là d'un public extrêmement nombreux qui, dans ses placements antérieurs a manifestement donné la preuve qu'il n'était pas indifférent aux suggestions de l'intérêt national, et qui, nous en avons l'assurance, sera heureux de répondre à la mesure prise par l'Etat en dépassant largement l'effort minimum qui lui est demandé ».

(1) Disposition complétée par la loi du 22 juillet 1919 en faveur des habitants des régions envahies et des mobilisés. (*Journal officiel* du 27 juillet et du 12 octobre 1919.)

Pour éviter la spéculation l'article 4 prévoyait que l'achat de ces coupons au-dessous de leur valeur nominale serait sanctionné par des amendes, sans préjudice de l'annulation des contrats.

Le montant des coupons russes apportés à la souscription s'éleva à plus de 263 millions (v. p. 244).

Il ne s'agissait là que d'une mesure transitoire prise pour ménager l'opinion d'une fraction importante d'épargnants et qui n'eut pas de lendemain. Les coupons russes restèrent impayés dans le cours de l'année 1919 et ne furent pas admis à la délibération des emprunts nationaux 5 et 6 % 1920. Cette décision fut prise par le même ministre des Finances, M. Klotz, et confirmée par son successeur, M. Marsal. « Ce dont le Trésor a besoin actuellement, répondait ce dernier à M. Delahaye à la séance du Sénat du 10 février 1920, c'est de valeurs libres ou portant amortissement à court terme ou facilement percevables au dehors. Tel n'est pas le cas des coupons russes ».



Il y a eu — et elle subsiste encore — une question des fonds russes. Elle a été posée par la grande presse française qui n'a point pour l'opinion publique l'abord « négatif » de Colbert et que l'on ne saurait considérer comme la gardienne vigilante de nos finances publiques. La contre-partie fut néanmoins soutenue, notamment dans *Le Pour et le Contre* (1), et c'est cette opinion qui concilie à la fois et les principes du droit et les intérêts du Trésor.

(1) Numéros des 19 et 26 mai 1918.

La thèse de la responsabilité juridique de l'Etat, celle de la responsabilité politique ou de sa responsabilité morale dans lesquelles se complaisaient certains étaient fausses et dangereuses.

La première, parce que jamais l'Etat français, ni sur le libellé des titres, ni sur les prospectus d'émission, ne prit l'engagement de se substituer à l'Etat russe en cas de défaillance de ce dernier. En tout cas, cet engagement n'aurait pu logiquement s'exécuter pour partie seulement, sans ruiner toute la valeur de l'argumentation. La thèse de la responsabilité juridique telle qu'on la développait devait avoir pour corollaire de faire éventuellement endosser par la France la totalité de la dette de la Russie.

Nous ne voyons pas quels arguments sérieux auraient été mis en jeu pour soutenir valablement la seconde : le principe de notre droit public est l'irresponsabilité de l'Etat vis-à-vis de ses nationaux quant à ses actes politiques. Au regard de la Russie, on ne pouvait non plus s'appuyer sur les contrats d'avances que notre Gouvernement avait conclu sous le régime de l'alliance, celle-ci ayant été dénoncée par le Gouvernement des Soviets.

La responsabilité morale était la plus souvent invoquée en raison de son élasticité et de son origine philosophique. Là, le danger était encore plus grand, parce que plus insidieux. L'Etat n'est pas et ne saurait être une Providence ; c'est seulement un organisme d'énergie collective et d'action nationale. Il ne nous doit pas de prendre à son compte les risques que nous avons courus de notre pleine volonté. Ce n'est pas parce qu'il aurait toléré ou même favorisé sur son territoire des emprunts de son ex-alliée qu'il devait en assurer ultérieurement le service. C'aurait été une socialisation des risques aux con-

séquences redoutables. Introduite dans le droit public, elle se serait infiltrée dans le droit privé, plus justement d'ailleurs, car plus grande encore est la responsabilité morale des banquiers en matière de placement.

Une fois la question de responsabilité éliminée, la question des fonds russes restait encore à solutionner, parce que l'importance des valeurs russes placées en France constituait — et constitue encore — un intérêt économique assez considérable pour devenir national. L'Etat français devait à ses nationaux lésés son intervention diplomatique et même l'emploi de la force.

Quelle forme le Gouvernement français a-t-il donné à son intervention ? Aucun rapport diplomatique n'ayant pu s'établir avec le Gouvernement des Soviets, le Gouvernement français, en application de la loi du 3 avril 1918 et du décret du 29 mai 1917, par arrêté du 6 juillet 1918, prohiba l'exportation ou la réexportation des titres d'un certain nombre d'entreprises russes, et par décret du 15 janvier 1919 institua la déclaration obligatoire des biens et intérêts en Russie et en Roumanie.

L'exposé des motifs de ce décret déclarait que :

« Les désordres intérieurs, l'influence de nos ennemis dans ces pays, ou dans certaines parties de ces Etats peuvent mettre en péril tout ou partie de ces intérêts privés. Pour que le Gouvernement français puisse librement en assurer la défense, il est indispensable qu'il les connaisse et c'est ainsi qu'il est amené à prescrire l'obligation de leur déclaration dans un court délai. La part la plus importante de ces intérêts consiste dans les valeurs mobilières russes et roumaines dont la diffusion en France est considérable. Il importe à différents points de vue que le Gouvernement soit renseigné sur l'importance des valeurs de cette nature se trouvant actuellement entre des mains françaises. Nous ne doutons pas que le prin-

cipe de l'obligation ne soit facilement accepté. Si quelques appréhensions venaient à se produire, elles seraient calmées sans doute par le caractère confidentiel qui est assuré aux déclarations ».

Ultérieurement, à la tribune (1), le successeur de M. Klotz, M. Marsal, déclara que :

« En cette affaire, le Gouvernement français n'a pas de responsabilité matérielle, mais il a *un devoir moral* qui l'oblige à prendre le plus grand souci de la situation faite à ceux de nos concitoyens qui détiennent des titres des emprunts russes.

« La créance de la France sur la Russie est considérable ; pour les fonds d'Etat et les obligations de chemins de fer garantis par l'Etat, elle atteint le total nominal de 12 milliards. Dans l'état actuel de nos finances c'est une précieuse réserve que cette créance de la France sur un pays qui a des ressources économiques considérables, une population considérable aussi et dont, à plusieurs reprises dans l'histoire, nous avons pu constater la force de relèvement. Une opération d'ensemble, spécialisée à l'affaire russe et portant seulement sur les titres russes, devra être étudiée dès que les circonstances politiques le permettront, mais sans la mêler à une opération d'emprunt français ».

Il ne s'agit plus là de responsabilité, mais de devoir moral : devoir pour l'Etat d'affirmer la créance française sur la Russie, devoir de se présenter comme le fidéicommissaire de l'ensemble des créanciers français de la Russie, devoir de revendiquer en leur nom le respect des principes qui régissent le droit international comme le droit privé, en un mot, devoir d'assurer son rôle de défense : d'un autre côté, devoir pour les porteurs de ne faire

(1) Sénat, 10 février 1920.

aucune opposition sur la nature ou la forme que pouvait prendre cette intervention.

Nous terminons par ces mots que le ministre prit soin d'ajouter :

« Si les négociations reprenaient avec un gouvernement russe quelconque, ce gouvernement chercherait vraisemblablement d'abord à reprendre le service de ces emprunts, ajournant à plus tard le règlement de la question du paiement des coupons arriérés, notamment de ceux qui sont venus à échéance pendant la période révolutionnaire ».

CHAPITRE II

Le Marché des Changes.

LES CHANGES DE 1916 A 1919

Bien que nous l'écourtions volontairement, une des parties les plus intéressantes et les plus instructives de l'histoire financière de la guerre est, sans contredit, celle qui fixerait la physionomie des changes sur les diverses places.

Un résumé très clair, accompagné de graphiques très instructifs, a été donné par *La Situation économique et financière* dans ses numéros des 25 janvier, 1^{er} février 1919, 31 janvier et 7 février 1920. C'est de ce résumé que nous extrayons les éléments de ce paragraphe.

Cinq périodes bien étanches peuvent être distinguées dans l'histoire de notre change de la déclaration de guerre à mi-avril 1920.

Première période : Août 1914 à mars 1915.

Deuxième période : Mars 1915 à avril 1916.

Troisième période : Avril 1916 à juillet 1918.

Quatrième période : Juillet 1918 à mars 1919.

Cinquième période : Mars 1919 à avril 1920.

Première et deuxième période. — Nous rappelons que jusqu'en mars 1915 presque toutes les devises étrangères se maintinrent au-dessous du pair ou bien à un niveau très voisin, et qu'à partir de cette époque, en présence de la prolongation de la guerre, un revirement complet se dessina : la hausse des changes fut rapide et régulière.

Troisième période. — Celle-ci qui commença en avril 1916 fut marquée par une série d'accords et d'opérations financières, grâce auxquels la France put surmonter les difficultés déterminées par l'insuffisance de ses moyens de paiement. Le 14 avril 1916 on apprenait la conclusion à Londres d'importants accords anglo-français, auxquels la Banque de France apporta un concours des plus précieux en mettant à la disposition du Trésor une partie de l'importante encaisse-or qu'elle avait eu la prévoyance de grossir dans les années de paix. Celle-ci de plus, contracta des crédits au dehors, sans intervention du Trésor, tandis que certains gouvernements étrangers réclamaient ses bons offices dans des opérations traitées avec leur trésorerie.

En même temps que ces accords financiers étaient conclus et qu'un certain nombre d'autres crédits étaient ouverts (lire à ce sujet les rapports annuels de nos grands établissements de crédit) le Gouvernement français entreprenait la mobilisation des titres des pays neutres. Mais, faute d'une organisation adéquate, cette entreprise ne donna que des résultats inférieurs à ceux que l'on était en droit d'espérer.

L'entrée en guerre des Etats-Unis le 6 avril 1917, devait encore aplanir les difficultés. Le graphique 1 montre que de cette époque jusqu'en mars 1919 l'écart existant, à Genève, entre la courbe du franc et celles du dollar

et de la livre sterling diminuait progressivement. Au moment de la signature de l'armistice en novembre 1918, l'écart entre le franc français et le dollar ne dépassait pas 5 % et la prime de la livre sterling se maintenait à 3 %.

C'est grâce à cette coopération financière interalliée que la Banque de France, chargée par le Trésor de répartir au commerce le change mis à la disposition du marché, assura également en France la stabilisation des cours de la livre et du dollar.

Le graphique 2 fait très nettement ressortir le parallélisme des cours de ces deux devises, à Paris, jusqu'à la dénonciation des accords anglo-franco-américains.

Mais l'effet de stabilisation fut limité aux changes anglais et américain qui étaient les principaux. De graves difficultés furent, par ailleurs, rencontrées. Les Banques de Suède, de Danemark, de Norvège, refusèrent des paiements en or, et certaines banques germanophiles tentèrent des manœuvres en Espagne.

Quatrième période. — S'ouvrit alors une quatrième période au cours de laquelle se dessina nettement la victoire des alliés. Le second trimestre de 1918 vit se produire une réaction extrêmement vive qui traduisait bien l'impression profonde produite dans le monde entier par les succès militaires de l'Entente et par l'effondrement de l'Allemagne.

Il est vrai que, pour les exercices 1917 et 1918, les ventes de devises effectuées par la Banque de France dépassèrent onze milliards : un peu plus de six milliards en 1917, cinq milliards en 1918. La plus grosse partie de ces ventes consistait en livres sterlings et en dollars, qui étaient fournis par le Trésor.

C'est grâce à cet appui, que les changes sur Londres et sur New-York se stabilisèrent à des cours relativement bas. L'arbitrage réduisit également dans de notables proportions la prime des devises neutres ; enfin, les crédits commerciaux obtenus en Espagne permirent de ramener aux environs de 9 % la prime de la peseta qui, en juin 1918, dépassa 64 %. Dans l'ensemble, la situation apparaissait au début de 1919 aussi favorable qu'elle pouvait l'être, étant donné les circonstances. D'autre part, on pouvait espérer que les conversations engagées entre le Gouvernement français et les Gouvernements anglais et américain aboutiraient à nous maintenir, sous une forme ou sous une autre et pendant quelque temps encore, le concours financier de nos alliés.

Cinquième période. — Malheureusement, ces conditions se modifièrent entièrement dans le courant de 1919. La Trésorerie anglaise ne continua pas ses avances : la Trésorerie américaine interrompit les siennes dans le second semestre ; le Trésor français se vit, dès lors, obligé de suspendre les fournitures de livres sterling et de dollars qu'il faisait au marché par l'entremise de la Banque de France et de dénoncer les arrangements pris avec les importateurs pour le règlement de certaines catégories de transactions, en Angleterre et aux États-Unis, contre versements de francs dans les caisses de la Banque. Pour toute l'année 1919, les livraisons de change effectuées par la Banque de France dépassèrent à peine 2.200 millions. Les ventes du premier trimestre représentèrent à elles seules un milliard et demi ; dans les trois autres trimestres, la Banque ne put mettre à la disposition du commerce qu'un peu plus de 700 millions de francs provenant de ventes de titres à l'étranger et de pré-

lèvements sur son « Avoir en compte à la Trésorerie des Etats-Unis » (1).

Ces embarras ne furent pas particuliers à la France, les diverses nations de l'Entente s'étant alors brusquement trouvées livrées à elles-mêmes, la tenue de leur change se ressentit aussitôt de ce nouvel état de choses. Les pays qui, après avoir le plus durement souffert de la guerre, avaient à fournir le plus formidable effort de reconstruction virent leurs achats au dehors provoquer une baisse violente de leur change. Outre la France, ce fut également le cas, dans une certaine mesure, de l'Italie.

De même l'Angleterre, malgré ses immenses ressources et bien que son territoire ne fût pas ravagé par la guerre, assista à une dépréciation de la livre sterling.

Quant aux changes allemand et autrichien, ils s'affaiblirent rapidement, ces deux pays semblant être écrasés par le poids de leur défaite, tandis que le change russe subissait les effets inévitables du chaos créé par le régime bolchevik.

Seul, parmi les changes des pays belligérants, le change américain loin d'avoir baissé durant cette dernière période, enregistra une reprise fort sensible, au point qu'il cotait une prime de 10 % à Genève au mois d'août 1919.

Si nous revenons à la France, nous constatons que son marché des changes était livré à ses seuls moyens au moment même où ses charges devenaient plus lourdes par suite des énormes achats que la reconstitution indus-

(1) Lire le rapport présenté à l'assemblée des actionnaires de la Banque de France en janvier 1920.

LES CHANGES A GENÈVE PENDANT LA GUERRE

(Prime + ou perte — par rapport au franc suisse)
d'après les cours moyens de quinzaine, en %

DEVISES	Valeur au pair	Fin décemb. 1914	1915		1916		1917		1918		1919		Fin décemb. 1919
			plus haut	plus bas	plus haut	plus bas	plus haut	plus bas	plus haut	plus bas	plus haut	plus bas	
—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
France	1.00	+	4 1/2	- 10 1/4	- 9	- 14	- 10	- 24	- 9 1/2	- 31	- 10 1/2	- 51	- 47
Italie	1.00	-	1 1/2	- 21	- 17	- 27	- 26 1/2	- 49	- 23	- 58	- 23 1/2	- 59	- 57
Angleterre...	25.22	+	4	- 1 3/4	+ 1	- 6	- 18	- 3	- 5 1/2	- 26	pair	- 19	- 16
États-Unis...	5.18	pair	6	+ 2	+ 3	- 3 1/2	- 1	- 16	- 4	- 24	+ 10	- 7	+ 6 1/2
Russie.....	2.66	-	10	- 40	- 35	- 45	- 44	- 77 1/2	- 64	- 81	- 75	- 96	- 96
Allemagne...	1.23	-	7	- 19	- 19	- 34 1/2	- 32	- 49 1/2	- 29	- 53	- 52	- 91	- 90 1/2
Autriche-Hongrie..	1.05	-	13 1/2	- 35	- 35	- 51 1/2	- 48 1/2	- 62	- 45 1/2	- 71	- 71	- 97	- 96

truelle obligeait la France à faire au dehors. Nos balances extérieures ne pouvaient s'ajuster que par des ouvertures de crédit privées, par des exportations de valeurs mobilières et par la substitution aux engagements commerciaux, d'autres engagements résultant d'une accumulation, dans les banques, des dépôts pour compte étranger.

Les crédits privés ouverts durant 1919 ne furent pas très importants ; les ventes de titres fournirent un appoint beaucoup plus sérieux.

Les arbitrages de valeurs internationales se développèrent, principalement dans le second semestre, stimulés par la forte prime des changes et facilités par la réouverture du marché de Londres aux négociations libres, à partir du 18 août 1919. Un montant élevé de valeurs françaises, surtout de fonds publics, fut également acquis par les nationaux des pays créanciers. Ces ressources restèrent néanmoins insuffisantes en face de l'énorme déficit qu'il fallait couvrir et le troisième élément, indiqué plus haut, dut intervenir dans de très fortes proportions : les soldes étrangers dans les banques prirent, à la longue, un gros développement.

Malheureusement, l'instabilité de cette dette flottante, à échéances presque toujours indéterminées, pesa souvent sur notre change : c'est au brusque retrait de ces dépôts ou à leur interruption que durent être attribuées la plupart des fluctuations violentes qui se produisirent dans la seconde partie de 1919 dans la valeur réciproque du franc et des autres monnaies (1).

En même temps qu'il indiquait les causes profondes

(1) Nous entrons alors en pleine crise des changes, crise qui subsiste encore au moment où nous écrivons ces lignes, caractérisée par des mou-

des difficultés d'alors, le compte rendu de la Banque de France de janvier 1920 dénonçait fort justement les éléments qui contribuèrent à les aggraver et rappelaient les remèdes nécessaires.

« Si les nécessités impérieuses de notre approvisionnement en denrées alimentaires et en matières premières, si l'obligation de reconstituer l'outillage industriel et agricole de nos régions dévastées ne nous ont pas laissé la liberté de réduire nos importations autant que l'aurait commandé l'état de notre change, il faut cependant reconnaître que, dans certains cas, un effort plus vigoureux de restrictions et de travail aurait permis et permettrait encore d'alléger notre passif extérieur.

« Dans son exposé du 29 décembre à la Chambre des Députés, le ministre des finances l'a déclaré très nettement : nous avons fait et nous faisons encore beaucoup d'importations inutiles ; nous consommons trop, nous ne produisons pas assez. L'inflation de la circulation fiduciaire surexcite les consommations et l'excès des consommations oblige à recourir aux fournitures de l'étranger. Nous devons donc ramener notre circulation dans des limites plus raisonnables, modifier notre politique financière antérieure qui n'a pas mis un obstacle suffisant à l'accroissement des achats au dehors (1) ».

vements de bascule impressionnants. A la séance du 9 décembre 1919, les changes atteignirent leur point culminant ; mais, à la fin du même mois, la livre n'était plus qu'à 41 francs et le dollar à 11 francs. La hausse s'accéléra ensuite pour arriver aux chiffres records du 12 avril 1920.

(1) La balance commerciale pour les trois principaux pays de l'Entente offrait les chiffres comparatifs suivants :

	Importations	Exportations	Excédent des importations (—) ou des exportations (+)
France (1913), en mill. de frs	8.420 »	6.880 »	— 1.540 »
— (1919), en mill. de frs	29.780 »	8.710 »	— 21.070 »
Angleterre (1913), mill. de £	769 »	635 1	— 133 9
— (1919), mill. de £	1.631 9	962 7	— 669 2
Etats-Unis (1914), mill. de \$	1.790 »	2.115 »	+ 325 »
— (1919), mill. de \$	3.905 »	7.920 »	+ 4.015 »

Ces chiffres suffisent à expliquer la situation prépondérante occupée alors dans le monde par le change américain.

Ces déclarations qui condamnaient avec raison la politique ou plutôt l'absence de politique des années de guerre, indiquaient clairement le programme qui s'imposait, à l'aurore de la première année de paix.



Durant la guerre, et postérieurement à elle, le commerce des changes fut soumis à une certaine réglementation. Un arrêté du ministre des Finances, en date du 6 juillet 1917, en fut la première manifestation officielle (1). Il institua une « Commission consultative des changes » « chargée d'étudier les moyens propres à sauvegarder la valeur d'échange de la monnaie nationale contre les devises étrangères et à parer aux conséquences financières du déficit de la balance commerciale ». Etant donnée la situation du marché des changes (2), les problèmes posés à cette Commission n'étaient pas précisément, dans leurs énoncés, de petite envergure. Néanmoins, la Commission se joua de ces difficultés. Elle conduisit prestement ses travaux et conseilla un remède voté à l'unanimité moins une voix. Ce remède, consacré et imposé par la loi du 2 août 1917, consista dans l'institution d'un répertoire des opérations de change, qu'étaient obligés de tenir les banquiers et courtiers, toutes les personnes faisant le commerce de change, et où il leur fallait consigner tous

(1) Exception faite du décret du 3 juillet 1915 (*Journal officiel* du 8) interdisant la sortie des espèces et des lingots pour compte privé.

(2) A fin juillet 1917, à Paris, la peseta et la couronne suédoise faisaient 32 % de prime, le franc suisse 26 %, le florin hollandais 14 %, le dollar et la livre 10% et 8 %.

les détails et renseignements relatifs à ces opérations. Ce répertoire, d'après l'article 4 de la loi, devait être communiqué, à toute réquisition, aux agents du ministère des Finances désignés à cet effet.

Cette loi, nullement nécessaire au point de vue technique, devait rester inefficace.

La loi du 3 avril 1918, dont nous avons déjà parlé à propos des valeurs mobilières (p. 182), contenait dans son titre premier, des dispositions relatives à l'exportation des capitaux. Il y avait connexion entre les mesures édictées par ces deux textes. C'est pourquoi le Comité exécutif de la Commission consultative des changes fut désigné pour instruire les demandes de dérogations à la loi du 3 avril 1918, les accepter ou les rejeter (1). A remarquer que les rédacteurs de cette dernière loi lui fixèrent une période précise — d'ailleurs ultérieurement prorogée par les lois du 29 décembre 1919 et du 31 décembre 1920 — après laquelle elle devait de plein droit être caduque, alors que rien de semblable n'avait été prévu pour la loi de 1917.

Les règlements relatifs à l'organisation intérieure du marché des changes, très fermé et duquel les agents de change se désintéressent, n'abondent pas. La seule décision intéressante à signaler fut l'introduction ou la réintroduction dans la cote des changes, à partir du 18 août 1919, des cours sur Berlin ou Mayence, Vienne, Prague, Belgrade, la Finlande, le Japon, la Roumanie et l'Uruguay.

Pleine de promesses fut cette déclaration faite en

(1) A noter le fait connu qu'il s'était établi des intermédiaires spécialisés dans l'exploitation lucrative des transferts clandestins de capitaux.

décembre 1919, au début de la crise des changes, par le syndic de la Compagnie des agents de change au *Matin* : « Sur l'invitation du Gouvernement, nous préparons actuellement une organisation nouvelle destinée à rendre plus efficace notre contrôle du marché des changes. Une nouvelle section à la corbeille sera créée à la Bourse et seuls y auront accès les représentants des Banquiers qui seront accrédités. Nous réaliserons ainsi un marché des changes plus parfait. Et le nouveau règlement comportera, le cas échéant, des sanctions possibles ». Ce dernier, qui porte la date du 9 juin 1920, ne lui consacre cependant que le court article 74.

INFLUENCE DU CHANGE SUR LE COURS DES VALEURS LIBELLÉES PAYABLES EN MONNAIE AUTRE QUE LA MONNAIE NATIONALE.

Parmi les titres qui ont sollicité l'attention des spéculateurs pendant la guerre, il faut mentionner ceux pour lesquels les variations du change ont eu une influence journalière sur les cours : titres dont les intérêts et le capital sont payables en pesetas, en livres sterling, en dollars, en florins, en francs suisses, en couronnes suédoises, norvégiennes ou danoises, en yens.

C'est à partir de 1918 principalement que le marché de ces valeurs resta sous la dépendance étroite de ces cours, reflets d'une spéculation et d'arbitrages de source étrangère et aussi du commerce français d'importation lui-même qui spéculait en ne se couvrant pas en même temps qu'il achetait.

Les sept graphiques (nos 3 à 9) que nous donnons

montreront mieux que tout commentaire le parallélisme frappant entre les cours des devises et ceux des valeurs libellées payables en ces devises, avec toutefois une moindre amplitude pour les seconds. Ce fait est surtout remarquable en ce qui concerne les pays neutres. Pour les belligérants, le synchronisme est moins régulier en raison des accords financiers qui furent conclus au cours de cette période et des événements politiques qui déroutaient les courants de la spéculation.

Pour nos comparaisons, nous avons fait le choix des valeurs suivantes : rente extérieure espagnole 4 %, rente suisse 3 1/2 % 1899, rente hollandaise 3 % 1896, rente suédoise 3,60 % 1887, consolidé anglais 2 1/2 % et Egypte unifiée 4 %, rente italienne 3 1/2 % et actions du seul chemin de fer des Etats-Unis coté à Paris « l'Atchison-Topeka Santa Fé » qui, depuis son introduction en France après la grande crise américaine de 1907, donnait un dividende trimestriel régulier de 1 1/2 % (1).

Sur nos graphiques la perte ou la prime des changes a été établie d'après les cours moyens de quinzaine, celle des valeurs, au marché plus étroit, d'après les cours moyens du mois.

En 1920, l'influence des changes ne fera que s'accroître et le groupe des valeurs dites à change, qu'elles soient à revenu fixe ou à revenu variable, deviendra un des plus spéculatifs de la cote. Le 15 avril, par exemple, nous trouverons pour les mêmes valeurs les cours suivants :

(1) Ce titre a été rayé de la cote officielle le 2 juin 1920 par suite de son désabonnement au timbre. Il figure actuellement à la cote du marché en banque.

	Cours	Prime (+) ou perte (—) en %
Peseta	290 »	+ 190 »
Extérieur espagnole 4 %...	229 »	+ 129 »
Franc suisse	297 »	+ 197 »
Rente suisse 3 $\frac{1}{2}$ 1899.....	172 »	+ 72 »
Florin hollandais	620 50	+ 198 »
Rente hollandaise 3 % 1896.	130 »	+ 30 »
Couronne suédoise	375 50	+ 188 »
Rente suédoise 3,60 1887....	600 »	+ 20 »
Livre sterling	66 53	+ 163 »
Consolidé anglais 2 $\frac{1}{2}$	118 »	+ 18 »
Egypte unifiée 4 %.....	193 »	+ 93 »
Lire	71 50	— 29 50
Italien 3 $\frac{1}{2}$ %.....	56 »	— 44 »
Dollar	16 79	+ 227 »
Atchison Topeka, act. 100 \$	1.344 »	+ 162 »

Les causes profondes de cette situation du marché des changes ont été exposées précédemment.

Nous arrivions bien à couvrir tous nos engagements vis-à-vis de l'étranger, sans quoi ç'eût été la faillite. Mais nous couvrions de plus en plus à l'aide des concours que nous donnait la spéculation internationale à la hausse du franc. Il aurait fallu substituer des crédits réguliers et à échéance définie et assez longue à ces crédits de spéculation sur lesquels la France vivait depuis un an. Pour obtenir ces crédits réguliers à des conditions honorables il était nécessaire de donner des gages de notre volonté de mettre de l'ordre dans la maison. A ces difficultés, il fallait ajouter l'attitude politique réservée de l'Angleterre et plus que réservée de l'Amérique.

Le change constituait à ce moment l'élément directeur du marché des valeurs internationales de Paris, et celles-ci en suivaient pas à pas les moindres variations,

en se trouvant même en avance par rapport à la parité des places étrangères. La hausse ininterrompue qui s'était produite depuis plusieurs mois sur le marché avait attiré une clientèle nouvelle qui n'était pas à même de discerner les germes de baisse que les titres de diverses entreprises ou les fonds d'Etats classés dans le groupe des valeurs à change renfermaient en elles, même abstraction faite des fluctuations du change (1).

LES VENTES DE TITRES A LONDRES ET SUR LES PLACES NEUTRES

Nous avons vu que durant la première année des hostilités, certaines mesures timides avaient été mises en vigueur pour la mobilisation du portefeuille français de valeurs étrangères, mais que le rétablissement des opérations d'arbitrage entre le Stock Exchange et la Bourse de Paris n'avait pas encore eu lieu dans le courant de l'année 1915 (p. 157).

Cependant, au mois de février 1916, un accord conclu avec le Gouvernement britannique et la Banque d'Angleterre autorisa, par l'intermédiaire de la Banque de France et sous certaines conditions destinées à donner toutes garanties à nos alliés, les réalisations au Stock Exchange de Londres des valeurs appartenant à des Français.

(1) A un certain point de vue, auquel nous nous sommes placés précédemment (page 315), le taux du change n'exprimant, au fond, autre chose que le rapport qui existe entre le pouvoir d'achat — c'est-à-dire la valeur — de la monnaie nationale et celui d'une monnaie étrangère déterminée, on aperçoit sans peine le lien étroit qui existe entre le taux des changes et le coût de la vie, sous réserve de l'influence exercée soit par la spéculation, soit surtout par les entraves apportées au commerce international. (Au sujet de cette remarque, lire : « Le coût de la vie et le change en 1920 », le *Temps*, 7 janvier 1921.)

Un service spécial fut organisé à Paris par la Banque de France pour recevoir directement les ordres de vente, centraliser ceux qui lui étaient transmis par ses comptoirs de province et en surveiller l'exécution.

Pour développer ces opérations destinées à fournir au pays des moyens de régler ses achats dans le Royaume-Uni, la Banque prit à sa charge le port et l'assurance des titres, les vendeurs ne versant aucune commission et ne supportant que les frais perçus à Londres. Les donneurs d'ordres devaient justifier que les titres se trouvaient déjà en leur possession antérieurement au 1^{er} août 1914 ou étaient demeurés sans interruption depuis cette date en la possession de Français.

Peu après, l'activité de ce nouveau service était étendue aux négociations sur la plupart des places neutres d'Amérique et d'Europe : New-York, Bâle, Berne, Genève, Lausanne et Zurich, Amsterdam, Copenhague, Stockholm, Madrid, Buenos-Ayres.

Le 18 août 1919, les ventes au Stock Exchange de Londres, pour compte étranger, redevinrent libres. Le service spécial organisé par la Banque de France continua néanmoins à fonctionner. Fin décembre 1919, le nombre des ordres reçus s'élevait à 36.549 pour une valeur de réalisation d'environ 363 millions de francs, se décomposant ainsi :

Sur Londres	33.348 ordres pour	330.000.000 francs.	
Sur d'autres places....	3.201 —	33.000.000 —	
	36.549 —	363.000.000	— (1)

(1) Rapport lu à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque de France, le 29 janvier 1920.

L'ordre du jour de la séance du 5 octobre 1920 de la Société d'Economie politique de Paris portait sur « l'utilisation des placements étran-

LES PRÊTS DE TITRES A L'ETAT FRANÇAIS.

Une seconde manière d'envisager la mobilisation du portefeuille français de valeurs mobilières aurait été un appel aux détenteurs de valeurs négociables à Londres ou sur les places neutres pour en obtenir d'eux la cession à l'Etat qui les aurait vendues sur ces marchés pour s'y créer des disponibilités. Il aurait payé ces valeurs à leurs possesseurs, soit en bons du Trésor, soit autrement. Ce système fut celui que pratiqua dès 1915 en Angleterre, le chancelier de l'Echiquier, qui achetait des titres américains pour se procurer des disponibilités à New-York. Le chancelier fixait quotidiennement le prix d'achat de ces titres, qu'il payait aux vendeurs en bons à cinq ans.

M. Ribot adopta une combinaison du même genre, en l'étendant non seulement aux titres américains, mais à la généralité des titres recommandables des pays neutres. Il n'offrit pas l'achat direct de ces titres par le Trésor français ; mais, il en demanda le prêt au Trésor, avec faculté pour celui-ci de les racheter le cas échéant. L'achat n'apparaissait pas, à l'origine, comme devant être le cas normal. Mais il était nécessaire de stipuler cette faculté puisque les titres prêtés devaient être mis en gage pour

gers dans la crise des changes ». M. Gans, qui exposa la question, montra que ces placements furent, pour le Gouvernement, pendant la guerre, d'une grande utilité. Le profit eût été plus grand si l'Etat français n'avait pas assujéti l'épargne à sa politique extérieure. Au lieu de fonds d'Etats invendables, le Gouvernement français aurait eu à sa disposition beaucoup plus de titres de pays neutres d'une valeur relative considérable.

L'Economiste français du 23 octobre 1920 donne le compte rendu de cette discussion.

des avancées en pays neutres et que la faculté de réalisation est toujours une condition, *in extremis*, du gage.

Le *Journal officiel* du 5 mai 1916 fit connaître les conditions de ces prêts à l'Etat. Les principaux pays neutres : le Danemark, la Norvège, la Suède, la Hollande, la Suisse, l'Espagne ; en Amérique : la République Argentine, le Brésil, l'Uruguay, la Province de Québec ; l'Egypte, le canal de Suez, furent envisagés. Par la suite, on y ajouta les cédules argentines ; des obligations des Etats-Unis et du Canada, ainsi qu'un certain nombre d'actions de chemins de fer de l'Amérique du Nord et d'affaires industrielles, telles que : Steel Trust, General Electric, American Smelting, etc...

L'Etat français demandait que les capitalistes lui prêtassent les titres de toutes ces catégories qu'ils pouvaient posséder ; comme avantage, outre le revenu même des titres et le bénéfice du change quand il s'en trouvait un, il leur assurait une majoration de 25 % du montant du revenu brut annuel, sans bénéfice de change. Cette bonification était payable, pour la première année, lors de la remise des titres, et, pour chacune des deux autres, en même temps que le premier coupon venant à échéance au cours desdites années. Pour les actions, la bonification annuelle était calculée sur le dividende de l'exercice précédent. Quant à l'achat éventuel, l'Etat en avait fixé le prix sur les listes arrêtées par le ministre des Finances mentionnant le cours le plus élevé coté à cette époque, ou, si le prêteur le préférait, au cours le plus élevé du trimestre précédant l'annonce du rachat.

Ces prêts étaient faits pour une année, mais pouvaient se prolonger pendant trois ans. Le contrat pouvait prendre fin avant l'expiration de la troisième année :

1° Par la dénonciation que le Trésor s'était réservé le droit de faire à toute époque, en totalité ou en partie, moyennant préavis d'un mois. Dans ce cas, les bonifications payées restaient intégralement acquises au porteur ;

2° Par l'achat que pouvait faire le Trésor de tout ou partie des titres prêtés, moyennant préavis d'un mois ;

3° Par l'amortissement ou le remboursement des titres, conformément aux conditions de leur émission ; ces titres ou leur équivalent étant rendus au prêteur dans un délai de trois mois.

On délivrait aux prêteurs des certificats négociables en France, de façon qu'ils pussent éventuellement les aliéner, s'ils en avaient le besoin ou le désir.

L'Economiste français (n° du 3 juin 1916, p. 764), évaluait que les capitalistes français devaient posséder 8 à 10 milliards des titres admis au prêt.

Un arrêté du ministre des Finances en date du 14 septembre 1918 suspendit cette opération à partir du 15 du même mois. A cette date, la Banque de France avait reçu tant à Paris que dans ses comptoirs, 788.350 titres d'une valeur nominale de 646.376.100 francs. Si l'on veut bien admettre que cet établissement a participé pour un quart — ce qui serait plutôt inférieur à la réalité — à cette opération, c'est 1.900.000.000 au plus qui furent ainsi mis à la disposition du Trésor. C'est peu, mais il faut chercher les motifs de cette abstention du public dans les défauts d'application que nous examinerons plus loin.

Le même arrêté ministériel donnait aux prêteurs la faculté d'échanger au Trésor les certificats négociables délivrés au moment du prêt contre des obligations de la Défense nationale. Cette cession qui n'était pas en conformité des termes du contrat ne pouvait pas être et n'était

pas obligatoire. Au 25 octobre 1918, date de clôture de l'opération, la Banque de France était intervenue dans l'échange de 36.022 certificats négociables, représentant une valeur de reprise de 324.892.369 francs, soit, si nous appliquons la même proportion que ci-dessus une valeur de reprise totale de 1 milliard environ. Cette proposition eut donc auprès des prêteurs un succès marqué. Ils y trouvaient l'avantage de se défaire de valeurs qui, sous leur forme, étaient à peu près invendables, celui de clore leur opération à des conditions en général favorables eu égard aux cours pratiqués alors, celui, en outre, de pouvoir échanger contre des titres de l'emprunt annoncé les obligations décennales — invendables également — qui leur étaient remises.

Enfin, le 15 mars 1919, le Trésor décida d'exercer son droit et de racheter, dans les conditions convenues, tous les titres prêtés, à l'exception des actions et obligations nord-américaines (moins les titres de la province de Québec), des actions des chemins de fer espagnols, du Rio Tinto, de la de Beers, des actions de capital et de jouissance du canal de Suez, et des parts de la Société civile de Suez.

L'arrêté du 2 mai 1919 fit connaître les modalités de l'exécution du rachat. Selon les conventions, le prêteur pouvait opter entre deux prix de rachat :

1° Le cours de bourse le plus élevé du titre pendant le semestre écoulé du 16 décembre 1918 au 15 mars 1919 ;

2° Le prix minimum indiqué au *Journal officiel* des 5, 24 mai, 21 juillet 1916 et 25 janvier 1917, majoré des intérêts acquis au 15 mars 1919, jour de l'annonce du rachat. De plus, lorsque le prêteur optait pour ce prix minimum, il lui était tenu compte des intérêts acquis du

15 mars au 15 mai, jour de rachat. Si, dans l'intervalle, un coupon avait été perçu, le montant en était déduit du chiffre ainsi obtenu.

Un autre arrêté du 31 août de la même année prévoit la restitution aux prêteurs des titres non rachetés.

Au 31 décembre 1919, le nombre des certificats présentés au Trésor, pour compte de la clientèle de la Banque de France, s'élevait à 32.100, dont 24.300 correspondaient à des titres rachetés et représentaient une valeur de rachat de francs 168.379.000, soit, si nous gardons toujours la même proportion, un total de 500.000.000 environ.

Il serait intéressant d'avoir des chiffres officiels sur les résultats de cette opération. Approximativement, nous évaluons qu'elle s'est traduite ainsi :

Valeur du portefeuille français pouvant faire l'objet d'un prêt :

Minimum 10 milliards (en y comprenant les valeurs portées sur les listes supplémentaires).

Valeur du portefeuille mis à la disposition du Trésor :

1.900.000.000

Valeur de reprise de ce portefeuille :

1.000.000.000 en obligations décennales de la Défense nationale,
500.000.000 en espèces.

1.500.000.000

Valeur des titres rendus en nature à leurs propriétaires :

650.000.000 (la différence 250.000.000 représentant entre les cours pratiqués à l'origine et à la fin du prêt, la perte supportée par le Trésor pour obtenir l'échange ou le rachat).

★
★ ★

Ce système de mobilisation financière a, au cours de

son application, révélé de sérieux défauts, dont la presse économique s'est fait l'écho en son temps (1).

Nous avons vu qu'en échange des titres qui lui étaient prêtés, l'Etat remettait, dans un délai qui aurait dû être plus court, un certificat déclaré négociable. Une rubrique spéciale à la *Cote officielle* fut créée par la Chambre syndicale des agents de change. Or, en fait, ces titres ne furent pendant longtemps l'objet d'aucune négociation. Pareille situation était aussi nuisible au porteur qui voyait par là une partie de son avoir immobilisé qu'à l'Etat lui-même qui rendait l'opération moins tentante pour les possesseurs de valeurs. Aussi, la Chambre syndicale décida qu'à partir du 18 février 1917 — soit plus de neuf mois après l'appel adressé aux porteurs — les teneurs de carnet au comptant seraient autorisés à donner aux coteurs leurs limites d'achat ou de vente, ce qui ne s'était pas pratiqué jusqu'alors.

Voici le texte de la circulaire adressée à ce sujet :

« Chaque certificat se négociera individuellement avec les modalités qu'il comporte : désignation des coupons, date de jouissance, etc... Les certificats qui portent la mention « insuffisamment timbrés » ou « pas timbrés » devront être revêtus du timbre réglementaire avant toute livraison. Les offres ou demandes de certificats neutres devront être inscrites sur des fiches spéciales qui seront remises à midi et demi au délégué de la Chambre syndicale sur le Parquet du comptant. Dans le but de permettre l'inscription en temps utile à la cote officielle des cours des certificats, les négociations ne

(1) Le *Pour et le Contre*, n^{os} des 11 et 18 février, 10 juin, 1^{er} et 15 juillet 1917.

Journal des Débats, n^{os} des 25 juin, 9 et 23 juillet 1917.

L'Economiste français, n^{os} des 10, 17, 24 février, 24 mars, 30 juin 1917, 16 février et 22 juin 1918, 12 juillet 1919.

pourront avoir lieu pendant la Bourse que de midi et demi à une heure et quart. Aucune négociation ne pourra être effectuée après cette heure. Les certificats, alors même qu'ils changent de mains par suite de négociations, restent jusqu'à la fin de l'opération de prêt, domiciliés, pour le paiement des coupons, à l'établissement qui en a requis la délivrance au Trésor ».

Les transactions demeurèrent néanmoins toujours très restreintes et ne se faisaient qu'à des cours très inférieurs à ceux des titres libres. De plus, non seulement les formalités imposées, comme celle qui obligeait à toucher les coupons chez l'intermédiaire qui avait été choisi pour le prêt, éloignaient les acheteurs, mais encore les lenteurs administratives venaient se greffer là-dessus. C'est ainsi qu'il était très difficile d'obtenir une solution quand l'un des titres prêtés était amorti ; on devait attendre très longtemps le remboursement.

Le *Journal officiel* du 21 mars 1917 publia l'avis suivant, qui modifiait sur un point les conditions initiales des prêts ; ce changement était favorable aux porteurs de certificats en équilibrant les dates d'échéance des bonifications, mais il n'était pas de nature à en faciliter la négociabilité :

« D'après les conditions générales publiées au *Journal officiel* du 5 mai 1916, les prêteurs ont droit, chaque année, à une bonification égale au quart (25 %) du montant du revenu brut annuel, sans bénéfice de change. Cette bonification est payable pour la première année lors de la remise des titres, et pour chacune des deux autres années en même temps que le premier coupon venant à échéance au cours desdites années (1).

(1) Il ne s'agissait pas alors de l'année du calendrier, mais bien de la période de douze mois qui suivit la date du prêt.

« Par modification de cette disposition, les bonifications afférentes à la deuxième et à la troisième année de prêt seront mises en paiement respectivement un an et deux ans après la date d'exigibilité de la bonification afférente à la première année ».

Chaque certificat avait donc une date de jouissance en ce qui concernait la bonification. Or, les certificats étaient négociés comme les valeurs elles-mêmes sans que l'on fit intervenir l'élément bonification qui était essentiellement variable et de nature à modifier le prix du titre. L'acheteur ignorait si le certificat qui lui serait livré lui donnerait droit à la bonification dans quelques jours ou, au contraire, dans plusieurs mois. Afin de ne courir, de ce fait, qu'un minimum de risques, il réduisait d'autant les conditions auxquelles il se portait acquéreur. La conséquence, que nous venons de signaler, est que les transactions se faisaient à un niveau plus bas que si l'acheteur avait été assuré de la qualité du certificat qui lui aurait été remis.

Ce n'est pas tout.

La hausse de la peseta et sa répercussion sur les cours des valeurs espagnoles souleva dans le courant de l'année 1917 une controverse, notamment entre le rédacteur du périodique *Le Pour et le Contre* et le chroniqueur financier du *Journal des Débats*.

Ainsi, un titre dont les coupons étaient payables les 1^{er} juin et 1^{er} décembre, et qui avait été prêté à l'Etat le 15 octobre 1916, avait procuré au déposant une première bonification de 25 % du revenu au moment du dépôt ; la seconde bonification aurait été payée en même temps que le premier coupon venant à échéance après le 15 octobre 1917, c'est-à-dire le 1^{er} décembre 1917. Telle était l'interprétation qu'avait donné primitivement le Ministère des finances de cette clause.

Les possesseurs de titres espagnols prêtés à l'Etat étaient désireux de profiter des hauts cours de la plupart d'entre eux, mais étaient empêchés de le faire, car, nous le répétons, les certificats négociables étaient d'une vente difficile et à des prix sensiblement inférieurs à ceux des titres libres, et le prêt, bien que fait pour un an, pouvait être continué, au gré du Trésor, d'année en année, jusqu'à la fin de la troisième année.

Ces titres que l'Etat avait empruntés, il les avait envoyés, en partie en Espagne, en garantie d'avances que lui avait ouvertes un groupe de banquiers, en partie aux Etats-Unis.

Le Pour et le Contre réclamait pour les prêteurs la faculté de vendre leurs titres en cours de prêt, sous telles réserves que justifieraient les engagements du Trésor vis-à-vis des créanciers qui avaient reçu les titres en nantissement, ou bien même demandait l'achat par le Trésor des certificats de prêt. Il rappelait que dans l'appel adressé aux porteurs de titres des nations neutres se trouvait la phrase suivante : « Ces valeurs ne seront pas immobilisées. Les prêteurs pourront, grâce à la création d'un certificat négociable en Bourse, les vendre à tel ou tel acheteur, sous réserve, bien entendu, des droits conférés à l'Etat par l'acte de prêt ». Il invoquait le précédent des titres américains pour lesquels la vente en cours de prêt avait été prévue.

La principale objection faite par M. F. Maroni, des *Débats*, à cette proposition était d'ordre juridique. Les contrats, disait-il, sont la loi des parties. Or, les porteurs qui avaient prêté leurs titres à l'Etat avaient signé un contrat qui les liait pour trois ans. Ils n'avaient pas fait un prêt gratuit. Il y avait engagement réciproque. Si le

cours du titre n'avait pas varié, le prêteur aurait tranquillement encaissé sa bonification et personne n'aurait réclamé. C'est parce que le titre montait qu'on venait demander l'annulation de l'engagement au profit du prêteur et la faculté de vendre son titre.

Si le précédent des titres américains lui paraissait sans valeur, c'est que la faculté de vendre ces derniers avait été accordée au porteur avant la signature du contrat, tandis que son confrère demandait que la même faculté fût consentie après que le contrat eût été mis à exécution.

Il reprochait encore à son confrère de confondre deux choses absolument différentes. Les titres prêtés étaient parfaitement immobilisés puisque l'Etat les avait employés à garantir les avances qui lui avaient été consenties et qu'il ne pouvait pas en disposer pendant la durée de ces avances. Ce que l'Etat n'avait pas voulu immobiliser, c'est la créance que les prêteurs avaient sur lui, représentant la propriété des titres grevés en quelque sorte de la servitude d'une immobilisation plus ou moins longue. La créance sur l'Etat représentée par le certificat de prêt était donc bien mobilisable, mais les titres prêtés restaient immobilisés. L'Etat avait ainsi complètement rempli ses engagements, car il n'avait jamais promis autre chose aux prêteurs que de leur donner, comme représentation de leur créance, un certificat qui fût négociable.

Le cas était absolument le même que celui du propriétaire qui vend une maison louée à bail pour trois ans. L'acquéreur a bien la propriété de la maison, quoiqu'il n'en ait pas l'usage avant l'expiration du bail. Il ne viendra cependant à l'idée de personne de dire qu'une maison

louée pour trois ans est immobilisée. En effet, le propriétaire a la faculté de la vendre et d'en toucher le prix, c'est-à-dire de la mobiliser.

Placée sur le terrain juridique, cette opinion paraît irréfutable. Mais encore au point de vue pratique, la vente des titres, qu'elle eût été effectuée pour le compte des prêteurs ou pour le compte de l'Etat qui aurait préalablement acheté les titres aux prêteurs, semblait à M. F. Maroni se heurter à de graves difficultés. Dans l'un et l'autre cas, l'Etat aurait reçu en Espagne la valeur des titres en pesetas et aurait payé ici leur contre-valeur en francs. L'opération aurait donc consisté, pour l'Etat, à acheter du change espagnol au cours du jour. Si l'Etat avait vendu des titres engagés comme garantie d'une avance, il aurait fallu qu'il remboursât l'avance et il ne se serait pas procuré la moindre disponibilité en Espagne.

En vendant les titres espagnols engagés aux Etats-Unis, il se serait procuré des pesetas ; mais, pour dégager ces titres, il aurait fallu se procurer des dollars. C'était retomber dans une autre difficulté.

La question était donc complexe. Un point sur lequel les deux polémistes se rencontrèrent était celui de l'intérêt qu'il y avait à ménager les deniers de l'Etat. Le premier estimait que si les conventions font la loi des parties, elles n'en font pas toujours la satisfaction et qu'à ce moment, il ne devait être indifférent au Trésor de s'aliéner une clientèle qu'il avait plus besoin que jamais de ménager. Le second pensait que l'Etat devait s'en tenir strictement aux termes de son contrat et qu'il ne devait pas consentir aux prêteurs de titres des avantages qu'il ne leur devait pas.

Le rachat lui-même, prévu par les arrêtés des 15 mars

et 2 mai 1919, donna lieu à des mécomptes. C'est au moment même où la Grande-Bretagne dénonçait ses accords financiers et à la fin de la période de détente des changes, à laquelle devait succéder une hausse formidable et ininterrompue, que le Trésor décida d'exercer son droit d'option et c'est à des cours de rachat relativement très bas qu'il liquida son prêt.

On ne pourrait que le féliciter d'avoir terminé avantageusement cette opération, si toutes mesures avaient été prises par lui pour ménager les intérêts de ceux qui s'étaient mis à sa disposition. Or, — et nous en avons fait l'expérience à nos dépens — les crédits ne furent donnés que plusieurs mois après, et, si bon leur sembla, les ex-prêteurs ne purent rentrer dans les mêmes valeurs qu'à des cours dépassant sensiblement le prix de rachat. Il n'y eut que dans le cas où le remploi du crédit donné était effectué en bons à un an ou en obligations de la Défense nationale que l'Etat accordait un avantage spécial. Ceux-ci étaient délivrés avec jouissance du 15 mai 1919.



En résumé, il semble qu'il y aurait eu intérêt à adopter un plan de mobilisation moins recherché. C'est un défaut du siècle, qui nous vient sans doute du spécialisme, de compliquer les choses les plus simples. Or, pour qui connaît les goûts du public français, peu friand d'incertitude en cette matière, dans les conditions où il était proposé, cet appel ne pouvait avoir qu'un succès relatif.

Le mieux aurait été d'organiser, comme en Angleterre, l'achat permanent par le Trésor de certaines caté-

gories de titres. Nous avons même devancé les Anglais dans cette voie, puisque la première opération de cette nature sur les obligations « Pennsylvania Railroad » et les « Chicago Milwaukee » remontait au début de juin 1915. Mais, ce qui fut fait dans cet ordre d'idées demeura insuffisant. Alors que l'Angleterre fit la part la plus large à l'achat des titres, c'est au contraire l'opération d'emprunt qui, au début, domina dans notre plan de mobilisation.

APPENDICE

La réorganisation du Marché de Paris

Parmi les questions qui, dès la signature de l'armistice, préoccupèrent le monde de la Bourse, une des plus importantes, sans conteste, par l'élévation de son but, était la réorganisation du marché financier de Paris. Elle dépassait de beaucoup le cadre étroit où l'on traite les affaires de bourse, la corbeille et le péristyle. L'avenir économique du pays, son crédit même, y étaient étroitement liés. Les professionnels avaient le souci de retrouver après la guerre un marché financier préparé aux exigences que comportait le grand développement de la fortune mobilière en raison des émissions successives de titres de la dette publique et du recours au crédit des entreprises industrielles, ainsi que la création d'une masse énorme de capitaux liquides. Souci auquel la crise de 1920 a apporté une justification éclatante (1).

(1) Sur cette question, consulter notamment :

Le rapport fait au nom de la commission du budget chargée d'examiner la proposition de résolution de M. de Monzie tendant à la suppression des restrictions réglementaires sur le marché des valeurs et

Par contre, les sphères officielles désiraient conserver le *statu quo ante bellum* pendant une période longue encore et semblaient peu disposées à changer l'organisation du marché. En date du 8 juillet 1919, M. Klotz n'écrivait-il pas à M. Landry, rapporteur de la Commission du budget : « Quant à la réorganisation plus générale à laquelle fait allusion la proposition de M. de Monzie, j'attendrai pour me prononcer à son sujet qu'elle soit exposée avec une précision plus grande ; je n'aperçois pas, en ce qui me concerne, la nécessité d'une modification fondamentale de la Bourse de Paris. Les raisons qui ont conduit à l'institution du régime actuel ne peuvent qu'avoir toute leur valeur à un moment où s'impose la nécessité d'un marché fortement constitué ».

Cette indifférence à l'égard de cet organisme est remarquable et fut même soulignée chez nos ennemis d'alors. Dès le 4 avril 1915, la *Frankfurter Zeitung* posait

à l'élaboration d'un nouveau statut financier (n° 6524, 17 juillet 1919), par M. Landry, député.

« La Bourse de Paris après la guerre », par M. G. Manchez, libr. Delagrave, 1918.

« La Vie financière », nos des 1^{er}, 2, 3, 4, 5, 7 avril 1919 ; « La reprise et la réorganisation du marché financier de Paris » et n° du 22 juill. 1919.

L'Information, nos des 5, 6, 7, 25, 26, 27, 28 février 1919 ; 5, 7, 8 mars 1919 ; « La réorganisation du marché parisien » ; 1^{er} août 1919, « Le terme et la réorganisation du marché », par Maurice Kellersohn.

Cote de la Bourse et de la Banque (Cote Vidal), n° du 6 février 1919. Critique de la publication ci-dessus de M. Manchez.

« Semaine financière » du *Temps* du 18 octobre 1920, sur « Les retards apportés dans la livraison des titres, sur la nécessité de rétablir les groupes et sur la suppression des spécialisations ».

L'Illustration économique et financière du 16 octobre 1920 : « Les déféctuosités du marché officiel », et du 20 novembre 1920 : « Du recrutement des agents de change ».

Cote Desjossés du 18 décembre 1920 sur les dangers de la vente à découvert dans les marchés au comptant.

la question en ces propres termes : « Un problème, dont la solution ne peut intervenir qu'après la guerre, est celui de la réorganisation de la Bourse de Paris. Il y a lieu de s'étonner de ce que, à l'occasion de toutes les opérations financières du gouvernement français, il n'ait jamais été question du rôle de la Bourse de Paris, bien que celle-ci ait rouvert ses portes depuis assez longtemps déjà ».

La question n'est même pas encore épuisée, puisque jusqu'à ce jour rien n'a été fait dans ce but. Un intérêt national primordial exige cependant qu'on ait en France un marché financier, vivant, ample et solide. Aussi, est-il intéressant de se livrer à un examen rétrospectif du développement de la Bourse de Paris dans les vingt dernières années, c'est-à-dire depuis l'époque de sa dernière grande réorganisation, apportée par les trois décrets du 29 juin 1898. C'est dans le journal allemand que nous venons de citer que nous avons trouvé la meilleure étude critique.

Le vote de l'amendement Fleury-Ravarin, en 1898 (1), eut pour effet de restreindre l'importance de la coulisse de Paris ; on lui enleva ses principales valeurs de spéculation, telles que l'Italien 5 %, l'Espagnol 4 %, le Turc C et D, le Portugais, le Rio Tinto, les Tabacs ottomans, la Banque ottomane, etc... et on ne lui laissa, à côté des actions de la de Beers, dont la faible valeur nominale interdisait l'admission au Parquet, que les mines d'or et les lots tures. Le prix de cet arrangement fut l'établissement de la solidarité des agents de change, dont le nombre fut porté de 60 à 70. L'opinion de certains — et cette

(1) *Traité des opérations de Bourse et de Banque*, par A. Courtois et E. Vidal, libr. Garnier frères, édit. 1904, p. 283. Cet amendement est devenu l'article 14 de la loi du 13 avril 1898.

opinion date de nombreuses années déjà — est que cette solidarité fut un germe de faiblesse pour la Bourse de Paris, grâce auquel elle dépérit lentement. Il faut d'abord mentionner, pour ne plus parler de la coulisse dans ces observations, que la privation des valeurs en question l'obligea à en importer de nouvelles, principalement d'Angleterre et de Russie, dont une bonne partie a disparu et dont on peut dire, en général, qu'elles furent introduites à des cours trop élevés et qui coûtèrent très cher à la place de Paris. Sur le marché à terme de la coulisse, pas une seule valeur française n'était cotée, à l'exception de la rente 3 % qui y était tolérée.

En ce qui concerne le passé, la conséquence directe de la réorganisation de 1898 fut un grand essor, dont le point de départ était la solidarité des agents de change. Tandis que jusque là, chaque agent de change jouissait d'un crédit personnel, il disposa depuis cette époque d'un crédit collectif et de tout premier rang, correspondant au capital propre de chaque change et au fonds de réserve réuni par la Chambre syndicale, qui était évalué, en 1908, à 130 ou 140 millions (p. 45, note 2). La solidarité amena cette conséquence que les capitaux cherchant un placement temporaire étaient volontiers offerts, et dans une mesure toujours croissante, pour être employés en reports ; d'autre part, les prêteurs n'examinaient plus, comme auparavant, la qualité des titres qui leur étaient remis en échange, étant donné que la Chambre syndicale garantissait toutes opérations de chaque agent de change particulier. Cette responsabilité fut mise en jeu dans beaucoup de cas où des membres du Parquet ne purent pas faire face à leurs obligations et, dans ces différents cas, les engagements existants furent liquidés ponctuelle-

ment par la Chambre syndicale, du moins lorsqu'il s'agissait d'engagements contractés régulièrement. Le fait que lors de la dernière grande faillite du Parquet (1911), celle de la charge Erhard, chaque agent de change avait dû contribuer pour une somme importante à couvrir le déficit permet de conclure que le fonds de réserve avait sensiblement diminué à cette époque.

L'accroissement rapide des sommes mises à la disposition du Parquet pour les reports entraîna un écart parfois sensible entre les taux d'intérêt pratiqués à la Bourse et ceux du marché de l'escompte, et même du taux d'intérêt des avances dans les banques ; mais, sa conséquence principale fut que les agents de change cherchèrent de plus en plus à accroître leur clientèle spéculative et ses engagements, afin de pouvoir placer eux-mêmes le plus possible les fonds qui leur étaient confiés. Cette pratique leur était rendue plus facile par la limitation apportée à cette époque à l'activité de la coulisse, qui engageait un grand nombre de remisiers, soit à étendre leurs opérations au Parquet, soit à les limiter à ce dernier. Etant donné que ces remisiers avaient, en grande partie, leurs relations à l'étranger, spécialement en Italie, en Espagne, en Allemagne, etc..., le Parquet accrut ainsi ses relations directes avec ces pays.

Il est évident qu'un agent de change ne possède pas, dans la plupart des cas, l'expérience nécessaire pour diriger un tel réseau de relations s'étendant sur toute la surface du globe avec la même sûreté qu'un banquier expérimenté, d'autant moins que son activité essentielle est absorbée par ses rapports avec la clientèle de la place, avec les grandes banques et les banquiers auxquels il rend visite, presque tous les jours, et par la surveil-

lance de ses opérations au comptant très étendues, enfin par le règlement qui prescrit à l'agent de change d'être lui-même présent à la Bourse et d'exécuter personnellement les ordres de sa clientèle. Aussi est-il obligé de se reposer presque entièrement sur le travail de ses fondés de pouvoir.

A partir de 1898, les affaires se développèrent rapidement, et, en même temps que s'accroissaient les ressources mises à la disposition du parquet, s'accroissait le nombre des engagements spéculatifs et il en résultait une hausse des cours. Cette hausse fut d'autant plus rapide que, d'une part, la spéculation dirigeante n'avait pas à se préoccuper de l'argent que l'agent de change mettait à sa disposition d'une manière presque illimitée tant que dura le mouvement en avant, et que, d'autre part, l'agent de change n'avait pas besoin de se soucier de la qualité du titre qu'il remettait simplement au bailleur de fonds. Par là seulement peuvent s'expliquer les grandes exagérations que l'on a constatées sur le marché officiel pendant les 17 années précédant la guerre et dont l'exemple le plus frappant fut l'affaire Charles Victor. Un autre inconvénient de l'organisation existante est que l'agent de change ne connaît que l'avance sous forme de report et qu'il ne peut faire lui-même aucune différence en ce qui concerne la qualité des emprunteurs ; en d'autres termes, il doit se conformer aux prix des reports officiellement cotés et appliquer les mêmes taux au client le plus riche désireux de se procurer de l'argent temporairement en engageant à la Bourse une partie de ses titres en portefeuille, comme au plus petit spéculateur privé.

Il en résulte une autre conséquence. L'agent de change est presque toujours bailleur de fonds et ne peut

prêter son argent qu'à la Bourse : il a donc besoin d'une spéculation à la hausse pour attirer la clientèle et fera tout ce qui est en son pouvoir pour la soutenir ; c'est ce qui s'est produit en fait pendant les dix années qui ont précédé la guerre. Il s'efforce, bien que ce ne soit pas toujours dans l'intérêt du prêteur, de coter des taux de report aussi bas que possible pour favoriser la spéculation à la hausse : le résultat a été de créer, pendant les années 1901 à 1904, une forte position à la hausse sur les rentes, dont l'existence s'expliquait surtout par le fait que le taux d'intérêt à payer à la Bourse procurait une marge appréciable par rapport au taux d'intérêt fixe des titres de rentes. C'est pour cette raison seulement que la rente espagnole 4 %, qui valait 65 francs environ en 1898, était arrivée à 96 % au début de 1904, que le Turc 4 % atteignait 93 % et le Brésil 4 % environ 90 %, et que l'on prédisait en général le cours du pair pour tous les titres 4 % sans distinction de provenance.

A ce moment survint, le 25 février 1904, la déclaration de guerre russo-japonaise et ce bel édifice s'effondra. On parvint, il est vrai, à écarter de la Bourse les pires conséquences, par les mesures énergiques du syndic M. de Verneuil, par l'interdiction de ventes sans dépôt préalable des titres et avant tout, par l'intervention de la Chambre syndicale qui, avec le concours des établissements financiers de Paris, reprit pour son propre compte, c'est-à-dire pour le compte commun de tous les agents de change, les gros engagements flottants sur le marché. Mais, à partir de ce jour, les agents de change n'étaient plus des intermédiaires ; ils étaient intéressés personnellement au mouvement de la hausse ; en fait, ils provoquèrent ouvertement un tel mouvement, afin de pouvoir se débarrasser,

avec l'aide du public capitaliste, des titres qu'ils avaient été forcés de prendre. L'Entente cordiale avec l'Angleterre, annoncée le 1^{er} avril 1904, les aida dans cette tâche et ils réussirent à écouler les titres dans le public. Mais, cette victoire était une victoire « à la Pyrrhus », car, les titres ayant été absorbés par les portefeuilles des capitalistes, on manqua de matériel flottant lorsque, le calme étant revenu, la Bourse voulut reprendre une activité normale. Pendant un certain temps, on s'aperçut peu de cet état de choses parce que l'emprunt russe de 1906 se trouvait encore en grande partie sur le marché ; mais, lorsque celui-ci eut rapidement atteint et dépassé le pair, on se préoccupa d'un nouvel objectif et alors commença la période qui conduisit à l'état de stagnation complète du marché de Paris.

Nous avons mentionné brièvement le concours que certaines banques de crédit apportèrent à la Chambre syndicale dans un moment critique. Ce concours n'était pas désintéressé ; depuis 1904, les agents de change tombèrent de plus en plus sous la dépendance des établissements de crédit et l'emprunt russe de 1906 fut le dernier grand emprunt placé avec l'aide de la Bourse. Pour se débarrasser ultérieurement du stock de titres qu'ils avaient pris involontairement, les agents de change s'adressèrent aux établissements de crédit, dont les fonctions de placement de titres étaient alors peu développées, mais se sont perfectionnées dans l'intervalle pour devenir une organisation très efficace, permettant de solliciter personnellement le client à domicile et de lui recommander l'achat de titres. Comme on avait vite reconnu le caractère avantageux des achats effectués par le public, l'établissement de crédit s'assura ainsi une bonne introduction. Il

acquit une puissance de placement bien supérieure à celle de la Bourse et n'hésita pas à en tirer les conséquences logiques, c'est-à-dire à se servir aussi rarement que possible de celle-ci pour les émissions ultérieures. Les opérations de commission furent introduites et peu à peu l'agent de change lui-même s'occupa de placement de titres en-dehors de ses opérations régulières de Bourse, afin de gagner un peu aux émissions, sans parler des remisiers qui, depuis longtemps déjà, préféraient la forte commission de placement à la remise peu élevée du courtage. L'usage s'établit d'attribuer à chaque agent de change, à l'occasion de toutes les émissions, un certain nombre de titres pour les placer dans sa clientèle, moyennant une commission de placement qui, même pour les titres d'Etat, atteignait souvent vingt francs et davantage par titre de 500 francs (1).

Toutefois, l'agent de change n'y trouva pas une compensation de la perte en courtage qu'il subissait par suite de l'absorption par les portefeuilles de la plupart des emprunts ; c'est pourquoi il rechercha des valeurs de spéculation et les trouva en Argentine, en Russie et dans d'autres pays, sous la forme de banques, de chemins de fer, de sociétés industrielles existant déjà, dont les actions furent introduites par l'intermédiaire des banques parisiennes à des cours très majorés, conformément à la coutume. Le procédé habituel consistait à se procurer le nombre nécessaire de titres au moyen d'une augmentation de capital effectuée en vue de l'introduction sur le marché de Paris, avec exclusion du droit de préférence des anciens

(1) Voir, page 24, note 1.

actionnaires. La plupart de ces introductions, à cause des grandes facilités que procurait le marché de Paris, étaient suivies de près par de nouvelles augmentations de capital qui se répétaient ensuite à distance régulière. Certaines des valeurs introduites, par exemple les valeurs russes, furent l'objet d'une spéculation active et fournirent souvent le principal objet des transactions de la Bourse. Ces introductions eurent un grand inconvénient : l'admission à la cote officielle conférait pendant longtemps un caractère sérieux à la valeur admise ; en outre, l'admission ne rendait pas seulement les valeurs négociables au parquet, elle permettait encore de les déposer, à titre de garantie, pour des avances hors Bourse. De cette manière, de nombreuses valeurs exotiques affluèrent vers Paris de leur pays d'origine où les valeurs de même ordre étaient capitalisées d'une manière bien différente ; naturellement toute réexportation était impossible. Un autre inconvénient consistait à envoyer à Paris, après admission à la cote officielle, de gros paquets de titres pour se procurer de l'argent, soit par leur simple remise au parquet, soit par leur dépôt dans des banques : c'était le procédé favori des banques russes.

La limitation des affaires de bourse d'une part et l'accumulation de gros capitaux mis à la disposition des agents de change pour les reports, d'autre part, entraîna vers 1913 une situation analogue à celle de 1904. Mais tandis qu'autrefois, les engagements à la hausse consistaient en titres de rentes, dont le placement ultérieur était relativement facile, les engagements en cours à l'ouverture des hostilités consistaient en actions de banques, de chemins de fer, de sociétés industrielles et autres, et en partie, en obligations de sociétés se trouvant dans des

embarras financiers. Les réserves qui existaient en 1904 devaient être en grande partie épuisées et on s'explique par ce qui précède le sort de l'emprunt français 3 1/2 % émis un mois avant la guerre, ainsi que la désaffection du public et ce qu'il y avait de superficiel dans le vernis dont était encore revêtu le marché de Paris. On se souvient que celui-ci avait été dans l'impossibilité de classer les 805 millions en rentes 3 1/2 % quand commencèrent à circuler des bruits inquiétants sur le conflit européen. Il fallut plus tard racheter la totalité de l'emprunt émis, proposer des arrangements aux souscripteurs et biffer en fait les cours de la cote. Il était même arrivé que dans le dernier mois précédant la guerre, le marché lillois donnât le ton, lançant de nouvelles valeurs et engageant des spéculations. Un public de plus en plus rare marquait une tendance très nette à s'abstenir et à se reporter vers les places étrangères. Les maisons de crédit, comme par habitude, assuraient les capitaux de report.

Cela, c'est le passé. La guerre a profondément modifié l'aspect et les conditions de vitalité du marché financier français. L'inflation monétaire, la multiplicité des titres mobiliers mis en circulation et principalement de la rente française, nécessitent un cadre et une organisation nouveaux. Or, le problème de la réorganisation du marché est complexe et la discussion qui s'est ouverte à ce sujet porte sur deux points de vue : le point de vue des intermédiaires, de leur recrutement et de leur discipline, et le point de vue des conditions techniques dans lesquelles s'effectuent les opérations. C'est surtout ce dernier aspect du problème qui a attiré l'attention des milieux financiers et de la presse, principalement en ce qui concerne la constitution d'une puissante trésorerie affectée au marché à terme en vue des reports.

La question des intermédiaires n'est pas née de la guerre, l'histoire économique de notre pays porte la trace constante de la lutte des corporations, soit contre les individus qui empiètent sur leurs prérogatives, soit contre les autres corporations qui leur font concurrence. Les corporations de courtiers en bourse n'ont pas échappé à ce phénomène et sans vouloir rechercher plus loin les origines du conflit, on peut dire que c'est à partir de 1840, époque à laquelle la création de Sociétés provisoires de chemins de fer donna lieu à des négociations suivies faites exclusivement hors parquet, que commença la lutte ardente entre le parquet et la coulisse.

On peut se demander si, pendant la guerre, le monopole des agents de change a fait preuve d'insuffisance ou si, au contraire, il a été égal à ses obligations. A cette question, on est en droit de répondre, sans témérité ni parti pris, que cette corporation est sortie de la guerre beaucoup plus intacte dans son crédit et dans ses forces. Elle a tenu à honneur de se dégager du moratorium, soit par l'effort personnel de ses membres, soit par l'intervention de la Chambre syndicale, soit avec le concours de la Banque de France, et elle y est parvenue. D'un autre côté, le marché libre a trouvé dans l'exercice de sa liberté des indications de réformes. La liberté n'exclut pas l'organisation. Des règlements établis par les membres du marché libre pour la sûreté des opérations aussi bien vis-à-vis de la clientèle que vis-à-vis d'eux-mêmes, ont été observés. Au surplus, les syndicats professionnels des banquiers ont fait preuve de souplesse et d'assimilation.

Aussi, opposant les deux thèses de la liberté totale et du monopole, M. Landry, dans son rapport déjà cité, écrit :

« On peut, semble-t-il, écarter ce que les deux thèses opposées ont d'extrême. Aussi bien à cette heure l'idée de la liberté complète est-elle à peu près abandonnée. Les adversaires les plus ardents du monopole se bornent à demander son remplacement par un régime de liberté réglementée qui permette l'accès du marché à tout intermédiaire ayant des capitaux, justifiant de son honorabilité et de la connaissance du métier, se soumettant, en ce qui concerne l'exécution des ordres, à un ensemble de conditions destinées à en assurer la régularité : ils concèdent même qu'il devrait y avoir une catégorie spéciale d'agents soumis à une réglementation plus stricte, et auxquels seraient réservées certaines opérations, telles que la certification des transferts sur l'Etat, les remplois dotaux, les emplois de biens de mineurs ou d'interdits, etc... D'autre part, la revendication du monopole absolu, à laquelle nous faisons allusion plus haut, a un caractère surtout théorique, car si elle peut s'appuyer sur les textes et même sur la logique, elle se heurterait en pratique à bien des difficultés : une expérience plus que séculaire a montré que, malgré toutes les prohibitions, le marché libre finit toujours par se reconstituer sous une forme quelconque.

« C'est donc entre la liberté réglementée et le maintien, au moins dans ses lignes essentielles, du régime actuel que se limite, en fait, le choix possible. Il n'est pas dans notre rôle de nous prononcer en faveur de l'une ou de l'autre solution. Seule, une étude approfondie, dont il appartient au Ministre des finances de prendre l'initiative, permettra de trancher cette question délicate et complexe, de déterminer si la suppression du monopole serait réellement susceptible d'accroître l'activité et l'ampleur des transactions sans en compromettre la sécurité, et si, tout compte fait, les avantages d'une telle suppression l'emporteraient sur les inconvénients ».

Le rapporteur entrait ensuite dans le détail des réformes partielles qui étaient plus ou moins envisagées et discutées et concluait qu'il était « indispensable de mettre

sans retard à l'étude une réforme d'ensemble visant à la fois l'organisation des intermédiaires et le renforcement des garanties données à la clientèle ». C'est pour cette réforme que fut faite la réponse ci-dessus énoncée (p. 358).

★
★ ★

Parmi les mesures diverses proposées, destinées à adapter les organes du marché aux conditions financières nouvelles, il faut mentionner le plan de réorganisation de M. Maurice Kellersohn, exposé dans une suite d'articles parus dans *l'Information*. La contribution capitale et la plus originale de cette étude est, à notre avis, la proposition d'une méthode de recherche de la clientèle, accompagnée d'une série d'institutions professionnelles annexes. Les caractères saillants de l'organisation proposée seraient : la possibilité pour les intermédiaires nouveaux de rechercher les affaires par l'offre d'opérations prises à leur compte, et cela sans entraves soit du côté du monopole légal des agents de change, soit du côté de la jurisprudence sur la contre-partie ; — et, en second lieu, une organisation corporative solide donnant toutes garanties pour que soient évités les abus possibles du contrat direct : garanties contre l'exploitation de la crédulité publique et garanties contre l'interception d'ordres d'achat ou de vente ne parvenant pas en Bourse.

Des maisons nouvelles spécialisées dans les affaires de terme et réunissant par leur mode de constitution et par leur réglementation corporative les conditions ci-dessus seraient créées. Leurs courtiers se présenteraient à la clientèle ayant en mains toute une série de marchés variés dans leurs libellés et leurs modalités (offres de

fermes, de primes, doubles primes et stellages), susceptibles de plaire à chaque client par quelqu'un de leurs avantages, mais ayant tous ceci de commun que leur conclusion serait immédiate, non soumise à la nécessité de découvrir une autre partie opérant en sens inverse du donneur d'ordres (1). L'auteur envisage le nombre de 200 maisons au capital de 1 million au minimum, dont l'initiative de la création incomberait aux agents de change eux-mêmes, qui trouveraient dans l'apport d'affaires nouvelles une large compensation au préjudice causé par la perte de quelques clients. Il laisse aux juristes le soin de déterminer dans quelle mesure l'article 76 du Code de commerce gênerait et la création des maisons qu'il réclame et l'initiative de cette création par la Compagnie des agents de change. S'il est vraiment un obstacle, il demande au législateur qu'il le modifie ou le complète. D'autre part, les motifs légaux au nom desquels les diverses juridictions condamnent la contre-partie tomberaient pour la plupart à la suite d'une modification adéquate de l'art. 76. La nullité des contrats directs et les

(1) Cette organisation présenterait ainsi une certaine analogie avec celle du marché de Londres.

La caractéristique fondamentale du Stock Exchange est la répartition de ses membres en brokers et en jobbers. Les premiers seuls sont en contact direct avec la clientèle ; ils correspondent à peu près à nos remisi-ers. Le broker recueille les ordres et les transmet au jobber. Celui-ci est un négociant en valeurs qui opère pour son propre compte avec son capital propre, et qui travaille le groupe de valeurs qui lui convient le mieux. Les membres du Stock Exchange doivent indiquer dans leur demande d'admission ou de réadmission annuelle s'ils se proposent d'agir comme brokers ou comme jobbers. Le cumul des deux fonctions est strictement interdit. De plus, il existe un excellent règlement, auquel le Stock Exchange doit sa prospérité, et qui *oblige* le jobber à traiter dès qu'il a indiqué un cours, soit d'achat, soit de vente.

peines infligées sont presque toujours établies sur le délit d'immixtion dans les fonctions d'agent de change, qui n'existerait plus si l'art. 76 reconnaissait l'existence légale des nouveaux courtiers. L'assimilation à l'escroquerie ne pourrait même plus être invoquée puisque, d'après les principaux arrêts de jurisprudence, ce qui est mis sur le même pied que la manœuvre prévue par l'article 405 du Code pénal, c'est le fait de se présenter comme intermédiaire pour l'exécution d'ordres de bourse dont le commissionnaire fait en réalité la contre-partie, et de se faire remettre, à l'aide de cette fausse qualité, des sommes d'argent et notamment des frais de courtage.

La solidarité des agents de change ne s'étendrait pas aux engagements des nouvelles maisons de terme, celles-ci bénéficieraient seulement du crédit que leur donnerait le contrôle permanent de la Compagnie. Un bureau serait constitué qui aurait les pouvoirs disciplinaires les plus étendus. Les principales interdictions qui frapperaient les courtiers de terme seraient les suivantes :

1° Interdiction de traiter des titres au comptant ;

2° Interdiction d'utiliser les marges versées par les clients dans des opérations de défense de positions adverses ;

3° Prohibition de la pratique du franco-courtage à l'égard des opérateurs ;

4° Interdiction des contrats directs clandestins.

Si, malgré ces précautions, la porte restait encore ouverte à certaines pratiques regrettables, M. Maurice Kellersohn pense y obvier radicalement par la création d'une Chambre de compensation commune aux deux corporations complémentaires l'une de l'autre, celle des agents de change et celle des courtiers de terme, Chambre

de compensation dont le caractère original serait de fonctionner chaque jour de Bourse.

Les compensations de position se feraient chaque jour et les mouvements de titres aux liquidations seulement. Les compensations quotidiennes mettraient les autorités syndicales sur la piste des infractions à l'interdiction de la contre-partie clandestine, car une Maison qui pratiquerait sur une certaine échelle le contrat direct aurait fort peu de choses à compenser. Elles permettraient encore de connaître la position spéculative de chaque Maison.



Une des autres préoccupations de la presse financière, en général, fut, au moment de la discussion sur la réouverture du marché à terme, dans la question du fonctionnement des reports, qui jouent auprès de la spéculation à terme, le rôle que tient le crédit dans une entreprise, la découverte d'une formule assez large pour assurer au marché à terme, — *si l'on veut y faire entrer les rentes françaises* — des capitaux de reports en quantité toujours à peu près égale à chaque liquidation ?

M. Manchez voudrait voir organiser un marché à terme sur les rentes avec le concours de la Banque de France comme reporteur. On créerait en faveur du groupe des rentes un organisme spécial, avec un capital indépendant, qui émettrait des effets à deux signatures, celle de l'agent de change et la sienne, appuyées par la remise des titres. La Banque trouverait dans la formule proposée, les trois garanties qui sont exigées de l'escompte commercial pour former le gage de la circulation. Les capitaux nécessaires pour donner à la trésorerie du terme l'aisance

voulue existent dans le pays. Ce qu'il faudrait, c'est élargir le cercle des reporteurs : on n'obtiendrait ce résultat qu'en leur donnant confiance. Or, cette possibilité d'escompte par la Banque de France constituerait une garantie de premier ordre en faveur des déposants aux caisses de ce nouvel organisme intermédiaire.

De divers côtés, des réserves ont été exprimées sur cette proposition de faire assurer les reports par la Banque de France. M. Kellersohn, notamment, signale la lacune suivante :

« Cela parce que la Banque de France est un institut d'émission. Tant qu'il reste une marge entre la circulation fiduciaire et le maximum légal de l'émission, la Banque dispose d'une réserve considérable et immédiatement disponible. Si elle emploie cette réserve en reports, elle s'érige en arbitre du marché de la rente. Par le report, elle soutient indéfiniment la spéculation à la hausse, lui permet d'équilibrer toutes les ventes de réalisation. Elle réalise l'hypothèse d'un trop large approvisionnement de la spéculation en avances : le jeu des lois économiques est faussé, la notion même de valeurs des titres, de cours sincère, viciée. On se trouve en présence d'une insoutenable taxation déguisée du prix de la rente ».

« Nous voyons, nous, une première garantie en faveur des reporteurs dans l'organisation même que nous avons proposé pour le marché à terme : résistance financière des maisons de terme intermédiaires, discipline de la nouvelle corporation des courtiers de terme, et surtout système de compensations quotidiennes, absolument indispensables à la solidité des crédits.

« Nous pensons au surplus que la spéculation élargie ne saurait se passer, à côté des banques ou des capitalistes qui, individuellement font du report, d'une puissante Caisse centrale des Reports. Les premiers souscripteurs de son capital devraient être, outre les 70 agents de change, les 100 ou 200 maisons du nouveau marché à créer. La Banque de France

aurait à lui assurer son concours, non pas en lui escomptant son papier, mais en participant pour une large part à son capital, ce qui ne présenterait aucun des inconvénients signalés pour l'escompte des créances sur report. Il faudrait espérer que les banques de toute nature, même les banques de dépôts et plus spécialement les grands établissements de crédit suivent le même mouvement.

« Cela paraît un peu paradoxal, parce que l'activité de cette Caisse de reports aurait précisément pour résultat de concurrencer les dépôts à vue dans les banques ordinaires. C'est un sujet continuuel d'étonnement que la modicité de l'intérêt servi aux dépôts effectués dans les établissements de crédit. Or, une Caisse de reports prenant au public des capitaux à l'échéance minimum d'une liquidation serait à même de fournir un intérêt supérieur à l'intérêt des dépôts en banque, en raison du taux plus élevé des reports eux-mêmes. Les établissements de crédit se rendront compte qu'il serait impolitique de leur part de boudier une institution qui peut à la rigueur se passer d'eux, et ils comprendront que leur véritable intérêt est de compenser la perte faite sur leurs dépôts par les bénéfices réalisés sur le capital souscrit à la Caisse des Reports.

« Enfin, il y aurait lieu de se demander si la Caisse des Reports ne pourrait pas travailler utilement avec une partie des fonds de la Caisse des dépôts. Ce serait une idée à creuser, surtout au point de vue des précautions à prendre en faveur de celle-ci ».

Quoiqu'il en soit, jusqu'à ce jour, rien n'a été fait pour la cotation à terme des rentes françaises. Le désarroi des changes et de nos finances publiques, joint à la série des emprunts publics ou privés en préparation, ne permet pas de compter encore sur le concours indispensable de la spéculation française ou étrangère.

Outre ces réformes fondamentales, sur lesquelles on ne se mettra probablement jamais d'accord, de nombreuses améliorations de détail dans le fonctionnement même des opérations de bourse ou dans l'organisation matérielle du marché ont été proposées, discutées et même apportées : amélioration de l'aménagement actuel de l'immeuble de la Bourse, substitution aux cours moyens des reports des cotations successives des cours des reports, variation du taux des reports suivant les valeurs, suppression de l'obligation pour les agents de change de tenir en personne leur carnet d'opérations à terme, augmentation du nombre et du capital des charges, surveillance de la nationalité des intermédiaires sur le marché en banque, suppression des retards de livraison de titres achetés au comptant qui ont pour effet de dénaturer les opérations de cette nature et de transporter sur le marché au comptant les facilités du marché à terme, etc...

Mais il en est une qui intéresse au plus haut point la clientèle et pour laquelle M. Landry n'a pas craint de s'exprimer en ces termes :

« L'attention devrait enfin se porter sur les conditions techniques dans lesquelles s'effectue l'exécution des ordres de bourse. C'est ainsi que les dispositions réglementaires exigeant que les prix offerts et demandés soient annoncés à haute voix ne sont plus complètement respectées, et, à vrai dire, elles pourraient difficilement l'être étant donné l'énorme extension de la liste des valeurs admises à la cote. Une division du travail s'est établie, les commis des diverses charges se réservant la spécialité de certains titres, dont ils arrivent ainsi à avoir le marché en mains. On peut se demander s'il n'y aurait pas lieu de reviser la réglementation et de la mettre en harmonie avec les nécessités actuelles ».

L'obligation pour les agents de change d'exercer leur fonction en personne (1) a dû, en effet, céder devant le développement des transactions et l'accroissement du nombre des valeurs admises aux négociations de la Bourse. Aussi, le chapitre VI du décret du 7 octobre 1890, modifié par celui du 29 juin 1898, a-t-il précisé les conditions dans lesquelles les agents de change peuvent s'adjoindre des auxiliaires (fondés de pouvoirs et commis principaux) et exposé l'action disciplinaire à laquelle ceux-ci sont soumis. Toute négociation pour leur compte leur est notamment interdite et la Chambre syndicale qui statue sur leur admission peut prononcer d'office leur suspension ou leur révocation.

Or, dans la pratique, la division du travail qui s'est établie au sein du marché au comptant et qui peut présenter des avantages, donne lieu à l'abus que l'on va voir. Le ou les commis de telle ou telle charge prend en mains « les Afrique », tel autre les valeurs de transports, tel autre le marché d'une catégorie de banques. Il s'est créé ainsi un monopole de fait dans un monopole de droit. Des commis ayant les uns des demandes et les autres des offres sur un certain nombre de titres d'une valeur donnée les passent au commis spécialisé qui fait les applications et prend le solde à son compte personnel, ce qui donne lieu à des combinaisons qui ne sont pas précisément à l'avantage de la clientèle.

(1) Règlements des années 1684, 1724, 1786, an X, année 1859 et enfin article 43 du décret du 7 octobre 1890 : « ...les agents de change se réunissent... pour y procéder entre eux aux négociations... ».

En fait, ils n'inscrivent eux-mêmes que les opérations à terme conclues ; pour les opérations au comptant, ils se déchargent de ce soin sur des commis principaux.

Si trois confrères, par exemple, offrent ensemble 20 titres de telle valeur et que 4 autres demandent un total de 50 titres de ladite valeur, le commis spécialisé en donnera supposons deux à chacun de ceux-ci et gardera pour son propre compte les 12 autres. La demande excédant aujourd'hui l'offre fait prévoir la hausse pour le lendemain. Il les donnera le jour suivant à ses confrères demandeurs à 5 ou 10 francs plus cher. Une semblable opération répétée fréquemment procure à ceux qui s'y livrent de copieux bénéfices. Ce n'est évidemment pas conforme à l'article 43 § 2 du décret du 7 octobre 1890 qui stipule expressément que « les prix offerts et demandés sont, dans tous les cas, annoncés à haute voix. Les mêmes règles doivent être suivies pour l'exécution par voie d'application des ordres en sens contraire reçus par le même agent de change. L'agent de change, avant de réaliser l'application, fait constater par un des membres de la Chambre syndicale l'absence de demandes ou d'offres plus favorables ».

Cependant, pour se faire une idée impartiale dans la question des négociations des valeurs au comptant, il faut, en premier lieu, éviter de généraliser les critiques et d'y englober tous les commis, et, en second lieu, tenir compte des difficultés que présenterait la cotation journalière d'un millier de valeurs, s'il fallait réunir tous les intéressés en cherchant à réaliser l'accord individuel des acheteurs et des vendeurs.

C'est pourquoi, pendant la guerre, la Chambre syndicale, dans le but de calmer la spéculation et d'éviter tout abus, adopta le principe de la cotation d'un cours unique sur la plupart des valeurs (1). Cette pratique a reçu la

(1) Ci-dessus, page 170.

consécration ministérielle puisque le 10 juin 1920, le *Journal officiel* publiait la modification apportée par la Compagnie des agents de change à l'article 71 de son règlement, lequel est maintenant ainsi rédigé (1) :

« Dans le cas où l'intérêt du marché le commande, la Chambre syndicale peut faire procéder d'office à la cotation d'un cours unique sur une valeur, en tenant compte des négociations effectuées, alors même que tous les ordres donnés sur ladite valeur ne pourraient pas être exécutés. Le cours ainsi coté ne peut servir de base à la réclamation ultérieure d'un donneur d'ordres pour défaut d'exécution. Ce cours sera indiqué par une mention spéciale à la cote ».

Pour comprendre la portée de cette modification, il ne faut pas perdre de vue que jusqu'alors, lorsqu'un titre était plus demandé qu'offert une cotation n'était établie que si les offres étaient suffisantes pour que chaque demandeur reçût satisfaction par l'application d'au moins un titre, sinon l'exécution de l'ordre était remise au lendemain. Mais, il ne faudrait pas qu'ultérieurement l'application de cette modification fût une source d'abus et servît à cacher la situation d'un marché où seule la loi de l'offre et de la demande doit régir les transactions, non plus qu'être un motif pour fermer la porte à toute réclamation de la clientèle.

Il est vrai que, pour renseigner acheteurs et vendeurs sur les prix auxquels ils pourraient réaliser un marché et pour éviter la surprise d'importantes variations de cours, la Chambre syndicale a depuis plusieurs années déjà, inauguré à la dernière page de la cote une rubrique inti-

(1) Les articles 71, 72, 73 anciens sont devenus respectivement les articles 72, 73, 74.

tulée : « Renseignements donnés à titre de simple indication et sous toutes réserves concernant les cours qui pourraient être ultérieurement cotés ». Il reste à souhaiter que ce tableau soit publié avec le plus grand soin, qu'il soit plus développé et qu'il reçoive dans les cotes particulières — le prix actuel de la cote officielle étant presque prohibitif — la plus large publicité.



Bref, et pour terminer cette étude, il n'est pas trop d'insister sur la nécessité pour les intermédiaires de veiller à la rigoureuse observation de leurs règlements et à l'intelligente exécution des ordres. Celle-là écartera de la Bourse une clientèle indésirable, celle-ci ramènera dans les charges une clientèle de plus en plus nombreuse, avide de s'intéresser à des entreprises industrielles, commerciales, minières ou agricoles, vieilles ou jeunes, de premier ou de second plan, mais qui toutes, en fin de compte, constituent la véritable prospérité de tous les pays.

Par contre, on ne saurait trop blâmer les intermédiaires, officiels ou non, et les publications financières surtout, qui disqualifient nos propres affaires et découragent ceux qui s'y intéressent en poussant à la spéculation irraisonnée et stupide. C'est ainsi que de janvier à mai 1920 une fièvre de spéculation intense s'est emparée du marché de Paris, stimulée par l'énorme inflation monétaire, l'état lamentable de nos finances publiques et entretenue par la facilité avec laquelle les intermédiaires consentaient des crédits à une clientèle spéciale qui avait plus d'enthousiasme que de fonds. Cependant, peu de

publications financières — et parmi les plus répandues — mettaient suffisamment leurs « néo-lecteurs » en garde contre leurs propres excès, alors qu'on signalait à New-York, à Tokio, à Londres, les signes précurseurs d'une crise commerciale, industrielle et financière particulièrement aiguë. Aussi, à la fin de mai, la détente des changes s'accélérait, le marché — appuyé par les sphères officielles qui voyaient par là le moyen de ramener aux emprunts nationaux de liquidation une clientèle découragée — subit une dépression telle qu'il faut remonter aux époques du krach de 1882 pour trouver une baisse aussi rapide et aussi prononcée. La bourrasque fut telle qu'en un mois la baisse atteignit 3 ou 4 milliards sur l'ensemble des valeurs cotées à la Bourse et qu'on évalua à 500 ou 600 millions les pertes directes subies en le même laps de temps sur le marché, tant au parquet qu'en coulisse (1).

Parmi les raisons nombreuses et puissantes qui militent en faveur de l'existence d'un marché actif et vivant,

(1) Sur la crise boursière du mois de mai 1920, qui a éclaté comme une tornade, lire *l'Information* du 16 juin 1920. Elle a persisté un certain temps en s'aggravant en fin d'année en même temps que le malaise subi par l'industrie et le commerce.

Consulter également *l'Illustration économique et financière*, n° du 1^{er} janvier 1921 : « L'année 1920 et la Bourse ; l'ancienne *Cote Vidal*, n° du 31 déc.-2 janv. 1921 : « L'année 1920 politique, économique, financière. »

La Situation économique et financière a publié, en janvier 1921, une intéressante série de graphiques retraçant les fluctuations subies depuis juillet 1918 jusqu'à fin décembre 1920 par les changes (livre sterling, florin, dollar, peseta, franc suisse), les principaux métaux (fonte, cuivre, plomb, argent) et quelques marchandises (coton, laine, sucre, caoutchouc).

L'Economiste français du 18 décembre 1920 donne le compte rendu de la séance du 4 décembre de la Société d'Economie Politique de Paris, consacrée à « La crise industrielle en France ». Egalement- n° du 19 février 1921.

il en est une que l'on invoque trop souvent : les intérêts professionnels engagés à la Bourse. Intérêts des intermédiaires, des commis, employés, remisiers, dont la rémunération est dépendante de l'activité des transactions et fonction de la hausse des cours. Or, en face de l'intérêt particulier du producteur, si respectable soit-il, qui est à la base de toutes les revendications professionnelles, il y a l'intérêt général représenté par le consommateur. Or, il semble bien qu'en cette occurrence, et une fois de plus, les capitalistes — qui sont en quelque sorte les consommateurs sur le marché des titres — furent attirés dans un guêpier dont ils ne sortirent que sérieusement malmenés. Aussi, à ceux qui se lamentaient de l'anémie du marché de Paris avant la guerre, et qui constataient avec mélancolie le nombre sans cesse diminuant de ses habitués, il serait peut-être de propos de leur rappeler les paroles que prononça Bastiat sur son lit de mort : « Dites à de Fontenay de traiter toutes les questions économiques toujours au point de vue du consommateur, car l'intérêt du consommateur ne fait qu'un avec celui de l'humanité ».

Cette pensée avait toujours eu pour lui une importance capitale et c'est encore, croyons-nous, en se retournant de ce côté que l'on trouverait les meilleurs germes d'une réorganisation féconde.

Vu, le Doyen :

F. LARNAUDE.

Vu, le Président :

Charles RIST.

Vu et permis d'imprimer,

Le Recteur de l'Académie de Paris :

P. APPELL

NOTES COMPLÉMENTAIRES

(V. page 196 et suiv.)

La Situation économique et financière a publié deux fascicules donnant une énumération des augmentations de capital de 1914 à 1919 et en 1920, avec les conditions et les droits de souscription.

(V. page 197, en note).

D'après une note communiquée aux journaux (notamment *le Temps* du 27 janvier 1921), du mois de septembre 1914 jusqu'au 31 décembre 1920, l'épargne française a souscrit pour une somme totale de 265.914 millions de francs de Bons de la Défense nationale. Le montant des remboursements à titre définitif s'est élevé pendant la même période à 147.475 millions ; le reste, soit 118.439 millions, a été converti en rentes, conservé en portefeuille ou renouvelé par les souscripteurs.

(V. page 197, en note, et page 315).

M. G. Lachapelle a dressé le tableau ci-dessous, reproduit dans *la Situation économique et financière*, n° du 26 février 1921, qui apporte un élément d'étude particulièrement intéressant à tous ceux qui veulent suivre l'évolution économique de ces dernières années en France :

DATES	CIRCULATION FIDUCIAIRE			CIRCULATION des Bons de la Défense Nationale (en millions de frs)		INDICES DES PRIX EN FRANCE			COURS de la LIVRE STERLING		COURS du DOLLAR	
	Moyenne Trimestrielle (en millions de frs)	Indice o/o		Denrées Alimentaires o o	Matières Industrielles o/o	Indice d'Ensemble o/o			plus haut	plus bas	plus haut	plus bas
4 ^e trimestre	1914	9.664.2	100	100	100	100	100	100	23.50	24.725	5.175	4.75
1 ^{er}	1915	40.751.0	411.2	415.2	416.6	415.6	416.6	415.6	25.465	25.085	5.32	5.16
2 ^e	—	41.755.1	424.6	424.3	420.7	426.7	420.7	426.7	27.125	25.47	5.705	5.315
3 ^e	—	42.844.6	432.9	426.0	439.0	432.8	439.0	432.8	27.91	26.325	6.04	5.515
4 ^e	—	43.907.9	443.9	436.1	458.7	448.3	458.7	448.3	27.89	27.265	5.995	5.77
1 ^{er}	1916	44.170.2	446.6	454.6	484.3	470.6	484.3	470.6	28.48	27.80	5.975	5.825
2 ^e	—	45.439.1	459.8	463.4	496.6	481.1	496.6	481.1	28.93	28.135	6.07	5.905
3 ^e	—	46.333.6	469.0	456.0	494.1	476.7	494.1	476.7	28.135	27.84	5.91	5.845
4 ^e	—	46.421.6	469.9	461.8	215.1	190.7	215.1	190.7	27.79	27.805	5.84	5.835
1 ^{er}	1917	47.700.3	483.2	479.4	245.3	215.2	245.3	215.2	27.79	27.785	5.835	5.83
2 ^e	—	49.329.0	200.0	221.9	269.1	247.3	269.1	247.3	27.75	27.155	5.82	5.70
3 ^e	—	20.489.2	242.0	229.7	309.5	262.6	309.5	262.6	27.155	27.155	5.70	5.70
4 ^e	—	22.212.4	229.8	231.1	326.5	283.0	326.5	283.0	27.155	27.155	5.70	5.70
1 ^{er}	1918	23.930.5	247.6	249.4	357.3	308.0	357.3	308.0	27.155	27.155	5.70	5.70
2 ^e	—	27.128.3	280.7	263.7	368.8	320.3	368.8	320.3	27.155	27.155	5.70	5.70
3 ^e	—	29.394.5	304.2	275.1	385.2	334.8	385.2	334.8	26.07	26.07	5.47	5.47
4 ^e	—	30.064.3	314.2	288.5	390.5	343.6	390.5	343.6	26.07	25.975	5.47	5.45
1 ^{er}	1919	32.396.2	335.3	308.3	346.5	329.0	346.5	329.0	27.89	25.975	6.08	5.45
2 ^e	—	34.167.2	353.7	309.0	327.1	317.0	327.1	317.0	30.96	27.60	6.645	5.85
3 ^e	—	35.234.3	364.7	317.3	358.3	339.0	358.3	339.0	38.50	29.78	9.15	6.47
4 ^e	—	37.175.0	384.8	352.6	419.2	389.3	419.2	389.3	45.45	35.395	14.885	8.35
1 ^{er}	1920	37.942.9	392.4	449.445	546.3	501.9	546.3	501.9	58.106	40.835	15.	10.75
2 ^e	—	37.796.9	390.9	450.5	585.4	523.5	585.4	523.5	57.45	47.08	17.08	11.63
3 ^e	—	38.202.1	394.7	430.7	538.6	488.7	538.6	488.7	53.80	45.70	15.61	11.60
4 ^e	—	38.853.6	401.6	425.2	469.2	448.3	469.2	448.3	60.445	51.80	17.40	14.945

